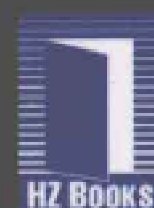
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国证监会前主席 周道炯
著名经济学家 巴曙松
美联储前主席 保罗·沃尔克
SEC前主席 亚瑟·李维特
联合推荐







DON'T COUNT ON IT

投资先锋

基金教父的资本市场沉思录

宋三江 屠炜颖 吴天雷 译

机构数据如何包装出了一个个投机的幻梦
监管缺失如何将美国带入空前的金融危机



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





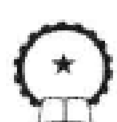
DON'T COUNT ON IT

Reflections on Investment Illusions, Capitalism, "Mutual" Funds, Indexing, Entrepreneurship, Idealism, and Heroes

投资先锋

基金教父的资本市场沉思录

[美] 约翰 · 博格（JohnC. Bogle）著
宋三江 屠炜颖 吴天雷 译


机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和=
www.55188.com
理想藏书55188

John C. Bogle. Don't Count on It!: Reflections on Investment Illusions, Capitalism, "Mutual" Funds, Indexing, Entrepreneurship, Idealism, and Heroes.

Copyright © 2011 by John Wiley & Sons , Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2012 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-7591

图书在版编目（CIP）数据

投资先锋：基金教父的资本市场沉思录（上下册）/（美）博格（Bogle, J. C.）著；宋三江，屠炜颖，吴天雷译. —北京：机械工业出版社，2012.5

书名原文：Don't Count on It!：Reflections on Investment Illusions, Capitalism, "Mutual" Funds, Indexing, Entrepreneurship, Idealism, and Heroes

ISBN 978-7-111-38117-4

Ⅰ. 投…　Ⅱ. ①博…　②宋…　③屠…　④吴…　Ⅲ. 基金–投资–研究　Ⅳ. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第076222号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）
责任编辑：宁　姗　　　　版式设计：刘永青
北京瑞德印刷有限公司印刷
2012年6月第1版第1次印刷
170mm × 242mm · 20印张
标准书号：ISBN 978-7-111-38117-4
定价：108.00元（上下册）

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261，88361066
购书热线：（010）68326294，88379649，68995259
投稿热线：（010）88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下册内容导读

第一部分 资本主义的失败

第1章 美国公司究竟出了什么问题
第2章 修复受损的金融体系
第3章 消失的珍宝：商业价值和投资价值
第4章 道德危机
第5章 黑色星期一和黑天鹅
第6章 沸腾的年代

第二部分 企业家精神与创新

第7章 资本主义、企业家精神与投资：18世纪对比21世纪
第8章 企业家精神的17条原则
第9章 “先锋：英雄传奇”
第10章 创新何时会过犹不及

第三部分 理想主义与新生代

第11章 商业使命
第12章 真正的成功
第13章 “最重要的一点：坚信自己是正确的”
第14章 “知足”
第15章 如果你可以相信自己……
第16章 第五个“永不”
第17章 “当一个人觉醒”

第四部分 英雄和导师

第18章 沃尔特 L. 摩根
第19章 保罗 A. 萨缪尔森
第20章 彼得 L. 伯恩斯坦
第21章 伯纳德 · 雷恩医学博士
译者简介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

推荐序一

让世界更加美好是我们最大的回报

2008年全球金融危机震波未平，近期爆发的欧美债务危机又让全球市场哀鸿一片，虽然能否引爆新一轮经济危机还有待时间去证明，但是近年来频繁爆发的各种危机足以让我们在飞速发展的道路上稍微暂停一下脚步，深思背后深层次的原因。

先锋基金创始人约翰·博格为我们提供了一种分析该问题的全新视野，在本书中他认为，修复危机最重要的是建立一个新的信用社会——机构资金管理者将客户的利益作为最优先的考虑。这虽然是最基础的信用原则，但在实践中许多金融企业已经与之背道而驰。在本书中，作者对这种传统价值观念的逐渐消亡表示非常担忧，现如今很多人都将金融体系的繁荣发展归结为金融创新，而忽略了最本质的“道德”根基，为此博格振聋发聩：“请不要忘记，从长期来看，任何一个国家的核心都不是权利，也不是金钱，而是那些价值观念，是它们在国家中的实践，使我们拥有了独立的人格；是坚持，是能屈能伸，是道德标准和美德让我们的国家变得伟大。让美国保持并加强全球地位和权力的不是美国在物质上的富裕，而是我们所拥有的品格、价值观和崇高道德。”

作者在强调只有道德才是治愈经济危机良方的同时，也警示金融服务机构不要忘记像《圣经》一样古老的受托原则——一臣不侍二主。现今美国融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构在公司治理、交易行为等方面，都没有像投资者所期待的那样尽责，他们关注的焦点从谨慎管理转向产品营销，从长期投资转向短期投机，希望募集更多的资金管理以便能获得更多的管理费，而这样牺牲的是投资者和委托人的利益。这种利益的冲突起源在于，他们忘记了应该服务于委托人。在本书中，博格希望金融机构，“为社会大众最大利益服务的决心远比仅仅获取自我财富的欲望更为重要”，从而建设一个更加坚固持久、更加公平的金融服务体系。

近些年来国内金融体系的发展也遇到瓶颈，本书中文版本的推出对于国内资本市场从业者而言颇具参考意义。例如国内共同基金行业如今面临着投资人信任危机，急迫需要进行一场深层次的改革。我国基金业实行管理人和托管人共同受托，管理人也就是基金管理公司雇请职业经理进行资产管理的模式，大股东往往为了自己的利益，不重视投资人的利益，甚至不尊重职业经理人的正确理念和基本贡献，这就在损害投资人以及职业经理人队伍的信心。要知道，没有投资人的利益就没有基金业，真正为广大投资人服务，才是整个行业的使命，也是其存在的理由。

18世纪亚当·斯密曾经说过：“让世界更加美好是我们最大的回报。”敬请各位从业者，不要忘记这一点。

原中国证券监督管理委员会主席

周道炯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序二

执著地怀疑市场，是为了坚守资产管理行业的信仰

如果不十分了解约翰·博格的读者，在读完他包括本书在内的一系列对基金和资产管理行业的尖锐批评之后，说不定还可能会认为这位基金行业的怀疑者和尖锐的批评者可能是基金界的一位资深“愤青”。而实际上，约翰·博格是知名的先锋共同基金集团（Vanguard Mutual Fund Group）的创始人，也是第一只指数型共同基金的建立者，说他是美国基金业的先驱者之一并不为过；先锋共同基金集团也是美国和全球规模最大的基金公司，其管理的资产是中国整个共同基金行业所有基金公司管理基金规模的数倍。约翰·博格的代表作《共同基金常识》是巴菲特最推崇的十本书之一，已经是基金界的经典著作之一，这本书在出版十周年之后，又由约翰·博格重新修订出版，我很高兴组织了这本十周年经典版本的中译本的翻译工作，该书充满了对基金行业的批评和怀疑，读者可以与本书很好地对照阅读。

这让我想起罗曼·罗兰的那句名言：

怀疑与信仰，两者都是必需的。怀疑能把昨天的信仰摧毁，替明天的信仰开路。

从本书中可以看出，约翰·博格作为美国基金行业的先驱者之一，始终以怀疑和批判的眼光，关注着美国基金行业的新变化，并提出自己的反思和批评，在这些批评和怀疑之后，可以从另外一个侧面看出约翰·博格对自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所理解和坚持的基金行业信仰的坚守。

约翰·博格所创立的先锋公司的徽标是一艘有三支桅杆的船，其出处是18世纪末影响了全球格局的纳尔逊海战，英国的先锋号及其海军战胜了一时风头正劲的拿破仑的主力舰队。从这个角度看，约翰·博格及其先锋集团，也通过对基金管理行业的反思，在一定程度上改变了美国基金业的格局和版图，同时也使得先锋集团一跃成为全球最大的资产管理公司。

在约翰·博格对基金行业的反思和批评之后，我们也可以看到他在市场面前的谦卑，这些看法在他不同时期的著作和看法中，基本上是一以贯之的，在很大程度上这种类似中国道家智慧的投资哲学，奠定了他投资哲学的底色。约翰·博格在基金行业的成功从另一个侧面印证了培根所说的一句话："凡过于把幸运之事归功于自己的聪明和智谋的人，结局多半是很不幸的"。

约翰·博格在本书以及《共同基金常识》等一系列著作中，在讨论资本市场的起起落落、宏观经济周期的波动等时，也呈现出"道法自然"的智慧，他常常把这些比喻为花园里的四季轮回：

在花园里，草木生长顺应季节，有春、夏，也有秋、冬，然后又是春、夏，只要它们的根基未受损伤，草木的一切都将恢复正常。

在进行公司的评估时，博格提出了十分简单的所谓"奥卡姆剃刀原则"，认为决定股市长期回报率的无非是三个变量：初始投资时刻的股息率、随后的盈利增长率、在投资期内市盈率的变化。他用这样简单的分析框架来分析一只股票以及一种股票产品的价值。

约翰·博格为了阐述自己的投资理念，也经常引用一个寻宝的故事：

古代波斯一位雄心勃勃的农夫为了寻宝而远离家乡，他一辈子孜孜以求的是希望找到价值连城的钻石宝矿，可惜一无所成，最后在一连串的打击之下绝望地投海自尽，死时囊中空空，远离家乡。

他家乡的房子也就转给了新的主人。这位细心的新主人认真勘测了解了后院的平原和丘陵，发现庄园的小溪中有不少晶莹剔透的颗粒，经过检测，原来这就是庄园的老主人万里漂泊所寻找的钻石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是著名的戈尔康达钻石矿的来历。

约翰·博格在反复讲述这个故事时，他要反复提醒我们的，无非是要关注一直看起来平常的、就在身边的但是经历了市场检验的投资常识，钻石其实就在身边，就在市场中。

正因为这种简单清晰，诺贝尔经济学奖获得者保罗·萨缪尔森教授就说过："巴菲特不可能使你我成为沃伦·巴菲特，而约翰·博格却能……帮助我们中的任何一位成为一名精明的投资者。"

在一系列的各种演讲和著作中，约翰·博格反复证明，对于投资业绩来说，"均值回归"是必然的，即无论是什么类型的基金，其最终的回报必将回归到长期的平均水平。因而试图通过不同的投资风格、市值规模、股票价格、发行市场的选择以期获得超额回报，这在长期是徒劳的。约翰·博格尤其强调提醒投资者要注重成本对业绩的影响。无论是交易成本还是税收成本，都会使投资业绩受到明显削弱，保守估计积极管理型基金的各种成本将使投资回报率每年降低2%以上。基于不同的市场环境和市场的发展阶段，不少读者可能会对博格的"均值回归"不以为然，但是，我想强调的是，这本书在分析均值回归过程中所运用的一系列评估分析框架，本身对读者把握资本市场就很有参考价值。

在本书中，约翰·博格重点批判了一些所谓的流行投资观点，强调投资者要避免"投资错觉"。如历史收益率不能代表未来收益，股票市场收益率不等同于基金收益率，更不是投资者所获得的真实收益率，基于短期市场波动的投机收益长期来看都难免出现"均值回归"，美国资产管理部门的成本最高时曾经吞噬了其总收益的1/3，美国金融市场上的复杂衍生品会让购买者受损并可能导致系统性风险。作者运用翔实的数据和雄辩的史实，逐一论证这些看似简单却常常被市场忽略或者误读的观点。

约翰·博格还批判了美国基金业的各种弊病。例如，目前盛行美国的基金管理公司模式恶化了"委托–代理"问题，而真正有益于投资者的"共同化"基金治理结构却很少被市场采纳，基金管理公司越来越为自身利益而非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金持有人的利益服务，行业赖以生存和发展的受托人原则逐渐被一些基金公司所遗忘，基金份额持有人需要更多的代言人和信息披露等。作为美国基金行业的先驱者，博格对基金业的批判是建设性的，因为这些弊病受到重视、关注和矫正的过程，正是基金业重返其创立之初价值使命的必然路径。

约翰·博格还批判了美国的市场经济体制出现危机的根由，他早在2003年就认识到房地产等美国实体经济受到严重的金融冲击而存在泡沫，从而指出像“次贷危机”这样看似偶然的“黑天鹅”事件背后都有着长期被忽略的经济逻辑。他认为，当前美国的代理社会取代了所有权社会，导致机构投资者的专业价值日渐沦陷，作者也并不回避自己曾在“沸腾岁月”中所犯下的错误并以此为投资者提供经验。2008年金融危机后千疮百孔的金融系统面临着如何修复的挑战，在世界各国都在反思和重建经济增长秩序时，作者的冷静分析更有参考价值。

约翰·博格基于他近半个世纪的市场实践经验，对投资市场和基金行业进行批判性的剖析和建设性的建议，由此不难理解为什么有人说“博格的声音代表着华尔街的良知”。

实际上，无论是美国的基金市场还是中国的基金市场，如何通过好的制度设计来实现投资者和基金公司利益之间的激励相容，都是关系到整个行业发展的重大课题。基金份额持有人是委托基金管理公司代其理财的，两者之间是典型的“委托-代理”关系。其中的核心问题是，代理人（基金公司）如何才能如合同约定的那样，尽职尽责地为委托人（基金份额持有人）的利益服务，而不是仅仅谋求自身的利益最大化。约翰·博格对美国基金业的分析标明，其重要原因之一在于美国的部分基金公司和投资者之间的利益是不相容的；相对于提升基金投资业绩，基金公司更乐于通过营销扩大基金规模。

约翰·博格对个人投资者的投资建议很简单：选择被动型管理的指数基金。指数基金被作者推崇为投资者分享商业收益的“几乎是最好的一条路”，理由是美国市场上的指数基金的咨询费和管理费显著低于主动型管理基金，最广泛的分散化投资、最低的换手率以及由此而来的最高的税收优惠。目前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国金融市场上指数基金早已超过1万亿美元，且增速远高于主动型基金。在中国基金市场上的上千只基金中，也有120多只不同类型的指数基金，如何开发更好的指数基金来满足投资者的需求，值得我们关注。

本书收集了约翰·博格2000～2009年的35篇文章，包括论文、演讲、评论乃至回忆录等，分别看来虽然可能有些零散，但如果将这些不同时期的文章串联起来，可以看到作者思想的一致性与逐步深化的过程。事实上，本书所涵盖的主题在不同程度上超出了投资市场或者基金行业本身，作者的笔触还延伸到了企业家精神和管理艺术，对“新生代”毕业生的职业发展和人生选择的寄语，以及对行业先驱的追忆和缅怀等。从这一角度看，本书比博格的其他著作，更能全面地、多侧面地了解其投资哲学和管理理念。正是因为由丰富多样的文章结集而成，不少就是演讲和对话，涉及的范围广泛且有一定的专业性，因此翻译起来有明显的难度，粗读本书的中文译本，发现了一些值得再仔细推敲的地方，希望读者注意。

巴曙松

国务院发展研究中心研究员、博士生导师

中国银行业协会首席经济学家

2012年3月10日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT
推荐序三

曾经有人对你说过“金融投资不靠谱”吗？众所周知，21世纪最初的十年，美国自负的金融体系曾让我们一次又一次地失望。回顾历史，2000～2002年股票投机市场的崩溃为这充满喧嚣的十年拉开了序幕，被那些毫无道德底线的分析师捧得天花乱坠的上市公司，纷纷在我们眼前倒下，然而，这些分析师本来应该更了解这些公司的真相（事实上，他们也的确知道内幕）。2001～2003年，安然公司、世通公司以及共同基金的丑闻接踵而至，随后大规模的震荡全面爆发。自2007年夏天开始，一系列金融危机冲击着人们的生活，最终把整个金融体系推向了崩溃的边缘，让世界经济奄奄一息。与此同时，或许你还认为美国的政治领袖和金融领袖会在他们竞选的时候给你一个详细的解释，并为这一切道歉，但事实上，你错了，他们对此选择了令人心痛的沉默。

在这里，让我们来聆听博格的声音，聆听代表着华尔街良知的声音，如果我们可以如此引喻的话。事实上，博格从来没有离开过华尔街。这些年来他那无情的声音、犀利的笔锋和永不衰竭的能量一直刺痛着整个金融行业的脊梁，特别是那些共同基金业的脊梁，而这一切努力都是为了争取一个更可靠、更严格的行业道德标准。其实，Don’t count on it（原书书名）的出处源自2002年博格在普林斯顿大学（博格和我的母校）的一次演讲，而书里某些文章发表的时间比这次演讲还要早。如果我们的金融领袖和政治领袖们多听取和考虑一下博格的意见，那他们或许会有充足的时间去调整策略，而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让事情变得如此糟糕。可令人惋惜的是，博格的声音常常只能在金融世界的上空孤单地回响。

本书收集了35篇极有价值的论文，它们中的大多数都短小精悍。这些文章涉及的主题非常广泛：从高得离谱的金融中介机构费用，到可耻的不遵守最基本规范的职业操守；从将过度的资源浪费在金融操控而非有价值的生产性活动，到在如此多的投资决策中允许感性超越理性，投机超越投资……如果你曾听过博格对他这些主题的详细阐述，那请再聆听一遍，因为这些宝贵的经验永远都不会过时。如果你之前没有听过，那么你将拥有一次彻彻底底的享受。本书的字里行间不仅流露出作者的激情和信仰，更充满了他的热忱、睿智与出类拔萃的文学修养。而你在其他相关金融类书籍中，恐怕很难找到像本书这样对贺拉斯、本杰明·富兰克林、埃德加·爱伦·坡、斯蒂芬·科尔伯特的引经据典了。

作为共同基金行业的领军人物、低成本指数基金的先驱，博格将其大部分愤怒宣泄在金融中介的高成本运营上，这并不足以为奇。他总会不知疲倦地提醒投资者以下基本恒等式：

投资者净收入＝资产投资的毛利－金融系统运营成本

该基本恒等式表明，投资顾问、经纪人或是共同基金管理人只有在他们“战胜市场”所带来的毛利贡献超过他们所扣除的成本时才称得上盈利。然而，基于大量反例佐证，博格对这些投资顾问、经纪人或是共同基金管理人的价值常常持怀疑态度。比如说，在第4章，他估算出2007年证券行业中介机构的费用达到了令人难以置信的5 280亿美元。这相当于GDP的3.8%，更巧的是，这几乎相当于当年美国所有产业投资于新工厂、办公室和店铺的全部资金。可这些巨大的投入真能带来相应的回报吗？博格并不这么认为，而且他极有可能是正确的。由此可见，博格极力颂扬的扣除交易成本的指数所展示的优点将是显而易见的。

是否忠于一个受托人的职责，这在博格的善恶殿堂中占有重要的地位。在本书里，有好几篇文章都体现出了他深刻的道德观念和极度顽强的毅力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕竟就像博格在“受托人原则：一臣不侍二主”中所揭示的那样，金融机构应该“一臣不侍二主”。（然而，十分遗憾的是，在华尔街中有太多人都服务于超过两位主人。）S. 杰克（S. Jack，有时候大家这么称呼博格）曾说过，“受托人的职责是依法履行的最高职责”。这一原则优先于其他很多事情，一个受托人应当“永远只为委托人的利益而工作”，并且绝不要“把个人的利益置于委托人利益之上”，或者“使对一个委托人的受托职责与对其他实体的受托职责发生冲突”。你能够想象如果华尔街早点遵守这些简单的规诫，金融危机将会在多大程度上减少吗？如果你无法想象，那就请你拜读博格的文章，这样你就再无疑惑了。

尽管我还意犹未尽，但是，你们挑选这本书主要是为了拜读博格的文章，而不是我的介绍。因此，请让我以我自己读完博格的这些文章后萌发的一个想法来结束这篇推荐序。

自从2007～2009年的金融危机在2009年3月探底成功以后，政策制定者、金融市场专家、学者和其他人终于可以从应急措施中转移注意力，并且开始考虑长久以来就需要的结构改革，从而建设一个更坚固持久并且更加公平的金融体系。我们迎来了一场盛况空前的国家辩论。这场辩论已经带来了具有里程碑意义的《多德–弗兰克华尔街改革和2010年消费者保护法案》（以下简称《多德–弗兰克法案》），并且这一切都还没有结束。在这场辩论愈演愈烈的同时，我必须承认我有一个奇妙的、或许多少有些不民主的想法：把所有的事情交给像博格这样聪明的人来处理，难道不会更好一些吗？当你读完这本书，你就知道为什么我会这么想了。

艾伦 · 布林德

普林斯顿大学经济学教授

普林斯顿经济政策中心联席主席

美国联邦储备委员会前副主席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT
前　　言

我们的社会对数字过于信任，却没有意识到数字常常是瞬息万变而又易于被操纵的。我们一边将这种情况视为理所应当，一边漫不经心地用昨天的趋势和今天的状况来预测明天，甚至是遥远的未来。这些假象造成了我们所不愿承认的现代社会中产生的严重缺陷。然而，2007～2009年全球性的金融危机和股票市场的崩盘最终迫使我们不得不去查找这些缺陷。由于过去三年的情形已经告诉我们，无视现实往往后果严重，本书[⊖]即尝试解释我们的社会是如何走到今天这一地步的，以及我们该如何弥补我们已经广泛存在的损失。

宽泛地讲，本书讲述了我们是如何欺骗自己，以及我们未能接受生活的现实而给社会造成的后果。本书的目的是展示近年来金融史上的奇闻逸事，其间自我欺骗的例子比比皆是。本书同样为了鼓励美国国民去进一步了解我们复杂的金融系统——检查它、讨论它、挑战它，履行我们的职责，提出直接的问题并要求得到明确的、智慧的以及最重要的、明智的答案。

显而易见，我们自我欺骗并无视了2008年开始的那场灾难性经济衰退的最初原因。虽然我并没有预期到造成这一衰退的房地产市场会彻底垮台，但我在2007年10月就警告过这一不可预测的事件将成为现实，主要迹象是不断高涨的债务，投机打败投资所带来的股市的剧烈震荡，从一个致力于服务

⊖ 为了便于不同需求的读者阅读，经作者同意，我们将原书拆分为上下册。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的经济体向另一个由金融业主宰的经济体的转变，以及金融复杂性的大大增加。

在灾难来临之前，我对被证明是灾难性发明的信用违约互换（CDS）、担保债务凭证（CDO）和结构性投资工具（SIV）产生质疑，它们共同成为2008～2009年股市崩溃和经济垮台的主角。在2007年，我就对这些“令人难以置信的复杂而又昂贵”的产品所带来的影响十分担心，并且警告过“现在是该面对现实的时候了”。奥巴马总统在2010年7月签署的《多德–弗兰克法案》显示出我们首次尝试去改革金融体系并阻止未来可能的投机灾难。当然，这一新的改革法案并不能完全保证这种后果不再发生，但它在某种程度上已经减少了类似经济危机再次发生的可能性。

第一部分“投资错觉”，描述了过度信任数字这种愚蠢的行为和随之而来的灾难性后果。这些错误观念包括：股票的过去收益能够预测出未来走势；共同基金整体上能够获得市场收益；基金投资者实际上能够获得基金自身公告的收益；我们可以认为公司管理层的财务报告是真实的——这些报告经过他们认可的“公共”会计师的支持。

共同基金，我为之倾尽一生的事业，已经被证明是这些错误的典型，就像我在第二部分“‘共同’基金弊端丛生”中用引号暗示的那样（据我所知，只有一家基金公司，即我在36岁那年所创立的先锋集团符合共同基金的定义：由其参与者共同拥有）。所有历史上超级牛市造就的投资者热情的资本化，通常导致共同基金成为任何时期增长最快的金融“产品”，这种增长速度创造了一种不能也不再产生的纪录。截至市场繁荣即将结束的2000年年初，20年间股票市场的平均年收益达到令人难以置信的16%，1980年投资于股票市场的10 000美元可以增长到183 000美元。而繁荣的终结往往伴随着破产。

在那期间，基金行业资产的增长（大部分来自股票型基金）从1 350亿美元增长到7.3万亿美元，这掩饰了只有少数共同基金达到这一收益水平的事实。实际上，积极的股票投资者，而非积极的资产管理者，才能够有效地捕捉股票市场上的任何收益。这样做的可能性现已存在了30年之久——通过股票市场指数基金（债券市场指数基金）就能够简单地实际持有为公众所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有的美国公司（美国债券）。

在最近几年，指数基金已经进入全盛时期，我在“指数基金大有裨益”（第三部分）中讨论了这一发展。由于不起眼的算术的应用［总市场回报率减去投资成本等于（远远小于）投资者的净收益］，指数化仅仅在它发展的起步阶段。指数化的学术基础不是基于“有效市场”这一概念，而是基于最低成本、广泛多样化和税收效率。这才是事实。相反，积极管理的理论基础并不存在，积极管理者整体的优势只是一个幻觉。

统计陷阱

许多年来，我都没有去读达莱尔·哈夫（Darrell Huff）那本发表于1954年的经典著作《统计陷阱》（*How to Lie with Statistics*）。然而，我也并不需要去读，因为每天我接触着大量的数字，即使不完全是陷阱，也是歪曲了的现实。比如，在2007～2009年这3年间，标准普尔500指数成分股的营业收入是1.67万亿美元。但是，在价格高估的资产和高成本的并购等管理上的错误行径贬值后，报告的收益只有1.17万亿美元。将近5 000亿美元的收益化为乌有（虽然我选取的时期可能有些凑巧，但是我可以告诉你自从20世纪70年代开始，也就是这两种收益的计算方法间的差异开始显现的时候，营业收入的幻觉和报告收益的真实之间的差异就没有一年是不存在的）。但是，几乎如时钟般规律，我们的华尔街战略家们依赖的却是营业收入而非报告收益作为他们市场估值的基础。如果会计交易中存在欺骗的话，那么报告收益也可能夸大了现实。就像《华尔街日报》的编辑罗伯特·巴特雷（Robert Bartley）察觉到的：“与报告收益相比，现金才是真实收益的表现，因为它们一个只是别人给出的鉴定，而另一个却是存在的事实。”

我们的政府也部分地造成了现实的歪曲。绿光资本（Greenlight Capital）的领导者大卫·埃因霍温（David Einhorn）就提出：“在过去的35年间，政府多次改变了通货膨胀的计算方法……若用1980年前的计算方法，‘通胀’就超过了9%，而目前官方数据则是2%左右。”另一个例子：劳工统计局报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告的我们2010年中期失业率是9.7%，但是这一统计数据排除了那些不愿意寻找工作的人、正在寻找全职工作的打零工的人、想要找工作但不付诸行动的人以及依靠社会残障保障生活的人。如果我们将这些失业人士纳入统计范围，失业率肯定会翻倍达到将近20%，也就是3 000万人不能够找到满意的工作。公告的失业率显示出我们的经济正在下滑，而实际的失业率则昭示着更为严重的情况。

检视共同基金数据

即便我们所依靠的数据是准确无误的，那些对数据蓄意的歪曲来证明自己观点的行为仍是十分简单的。我经常注意到当一个人控制了度量和时期，数据就会犹如俗语所说的，“折磨到招供为止”。对这一情况来说，共同基金业也不例外。

例如，每隔几年，美国投资公司协会（ICI）就十分欣慰地公布基金的费用正在减少。当然，ICI是共同基金经理的团体组织（尽管它最终是由基金投资者支付开销）。在2010年对数据进行重新计算后，ICI的研究报告指出，“自1990年以来，共同基金费用和开销在不断减少”。但事实是，这一时期的费用实际上从120亿美元上涨到了690亿美元，足足增加了近5倍。

当ICI声称会讨论不断下降的费用时，它将两种完全不同的度量方法——费用总额和费用率相混淆。用费用率（费用与资产的比率）来度量的话，基金的资产费用率从1.00%下降到0.86%。当我们将年销售额的计算纳入时（据说这一销售额从0.99%下降到0.13%，对此我十分怀疑），ICI计算出的股票基金的总成本（其实际意思是“总成本占资产的比重”）从1990年的1.98%下降到2009年的0.99%。

当我们考虑另一个同样重要的度量方法——费用占股息收入的百分比时，它同样表明了费用率并没有下降反而上升了。基金费用开销消耗了基金自身的健康——1990年股票基金的费用只占股息收入的19.5%；到了2009年，这一数据几乎翻倍，达到38.5%（在2000年，这一数据达到惊人的51%）。如今，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股息收益率占到股票长期收益一半（9%的一半即4.5%）的事实背景下，股息收入的减少令人难以置信。而基金费用和成本正在消耗股票收益主要来源部分的40%。在收入被这样没收、股票市场如今的收益还十分低迷的情况下，股票基金目前平均为其投资者贡献着微不足道的1%的收益率。

接下来让我们将ICI选择的时间区间从短期变为长期——过去半个世纪。即使用通常的费用率标准来看基金费用仍然不是下降的，而是惊人地增加了60%。1960年的比率是基金费用占基金资产的0.54%，2009年的比率则达到0.86%。而股息收入费用率上升了超过100%，从基金股息收入的18.3%增加到38.5%。在同样的半个世纪里，股票基金费用总额（显而易见的，美元才是最终的衡量标准）增加了800倍之多，从1960年的5 000万美元上升到2009年的400亿美元。虽然股票基金的规模也增长得十分迅速，从100亿美元上升到50 000亿美元，也就是增长到500倍，但仍然不及基金成本的增长速度。正如ICI使你相信的那样，共同基金的费用确实减少了吗？别指望它！

结论：在人们的认知里，管理大众资产所产生的巨大的规模经济已经被基金经理掠夺成为他们自己的利益，而不是他们所管理基金的投资者的利益。ICI通过对时期和估量方法精挑细选所得到的基金费用日趋下降的假象显然已经被现实捅破：在三种度量方法下，基金费用的长期下降来自于对基金投资者的压榨。

“船尾的灯塔”

有时数字是精确和完整的，它覆盖了整个可用的时间区间（即使这个时期被称为“起始日到当期”，也被定义为选择时期）。尽管如此，当我们依靠这些过去的数据来帮助我们预测未来时，我们很有可能得到的是无效的结论。我最为津津乐道的例子之一就是对股票市场长期收益历史记录的轻信。将过去的收益作为未来收益的参考所产生的一系列的歪曲现象基本上是数不完的。

首先，这些收益是由名义变量（当前的美元价格）而非实际变量（通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀调整后的美元价格）来衡量的。因此，过去50年来在股票市场平均每年9.4%的名义收益率下，可以使得10 000美元的初始投资名义上增长到893 000美元（包括再投资收益）。但是算上那个时期4%的通货膨胀率之后，在剩下的5.4%的实际收益率下，最终的累计收益（例如对一个退休者来说）只有138 700美元。当然这一收益仍然十分可观——不过这只是在你意识到这一收益还没有扣除投资成本和税收之前，而这些在名义收入里是每一年都不可避免地要被扣除的。这些成本可以每年轻易地减去3%的收益，将5.4%的收益率变为2.4%。现在，退休基金的现值就突然变为32 700美元了。这才是投资者要面对的现实，而它又明显地（令人遗憾地）捏造出了893 000美元的错觉。

其次，过去并非开始，因为即使股市未来收益和过去收益的来源是相同的（股息收益、盈利增长以及市场估值的变化），在具体数字上它们之间还是存在较大差异。简单的一个例子就是，在过去110年间，股市9%的长期投资收益率半数以上都来自于4.5%的股息收益率。因此，在2010年中2.25%的股息收益率下，我们就应该将我们对未来股市收益率的预期相对历史收益减少2%左右。

显而易见的是，“蒙特卡洛模拟”（被投资专家们广泛地应用于预测股市未来收益的范围）根本没有考虑到这些基本原则的变化。因此，这样的模拟是致命的错误。金融圈对这一简单问题的忽视（还有对名义美元价格和实际美元价格之间问题的逃避），说华尔街上没有自私自利，没有竭尽所能地美化股票投资的潜在收益，是理智上的欺骗。

但是，即使我们接受了市场历史收益只不过是一种错觉的现实，也不要指望它会重复。就像《华尔街日报》的专栏作家贾森·茨威格（Jason Zweig）观察到的那样，大部分19世纪最早期的股市收益数据“并不是有效的……当时存在的股票已经有97%退市了……只有蓝筹股中最优质的留了下来”。（在20世纪初期，银行股和保险股占据了数据的较大部分，而在20世纪后期，铁路占比较大，现在已经完全不同了。）即使在1884年数据是有效的，道琼斯平均指数第一次出现时它仅仅由11只交通股组成。到了1896年，当道琼斯工业平均指数出现的时候，即使只有12只股票，但这一新的指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更多样化了，囊括了更多的行业，包括：美国棉花公司、美国糖业、美国毛皮公司，以及强大的美国烟草、国家铅业公司（Nation Lead）、通用电气这些自早期就一直存续下来的公司。

在现代，无论市场收益如何被仔细改进，谁能够真正说这些我们当做神圣令状的数据是没有严重问题的呢？标准普尔指数制定于1926年，但是如今著名的标准普尔500指数自它创立以来到1948年仅由90只股票组成。芝加哥大学证券价格研究中心（CRSP）通过统计数据来反映整个美国股票市场（同样从1926年开始），但是直到1972年纳斯达克市场的股票数量从2 000只飞跃到5 000只后，它才将“场外”股票计入统计范围。当我们后退一步看这整整84年我们已经接受为有效股票收益数据的时期（这一时期只有50年左右的确凿数据），我们仅仅考虑了一个非常短的时期，这一时期（至少到2007年）完全是由世界上最繁荣的国家中一生一次的强劲牛市统治的。

即使我们能够使过去两个世纪以来的股票市场收益数据趋近于完美（即真实的），未来收益是围绕过去收益波动的观点也是一种错觉。世界以我们难以想象、不可预知的形式，无时无刻不在变化着。国家起起伏伏，战争与和平将全球社会重新洗牌；自由市场竞争打破了旧秩序；技术改变了曾经可靠的基本规则。因此，过去不能简单地当做未来可靠的开篇。塞缪尔·泰勒·柯尔律治（Samuel Taylor Coleridge）发现了真理的一个重要核心，他曾警告说，历史“就像船尾的灯塔，只有在风浪靠近我们身后时才发光”。

经济学家的智慧

当然，我们需要数据来帮助我们了解过去，把握当下，估量未来。但是资本主义不仅仅只是数据。两位杰出的经济学家和一位诗人也肯定了这一观点。约瑟夫·熊彼特（1883—1950）据说是第一位认识到企业家精神是经济发展前进动力的经济学家。熊彼特不关注那些验证其假设的数据，也不关心那些成功的创业能够带来的经济回报，他所关心的是成功创业中的特点和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动力："首先，是建立一个王国的梦想和愿望；其次，是征服的欲望、斗争的冲动、对成功而非成果的渴望；再次，是创造的喜悦、实践的意愿、活力和创造力的简单付出。"我能以我自己的个人经验说，这些品质而非金钱才是支撑我长期事业的主要动力。

约翰·梅纳德·凯恩斯（1883—1946），伟大的英国经济学家，他的理论在近年来又回到了前沿，他更将其成就完全脱离了数据。当他提出"动物精神"作为成功投资的基础时，他为我们提供的一段话仍然使用至今：

人之积极行为，有一大部分，与其说是决定于冷静计算（不论是在道德方面、苦乐方面或经济方面），不如说是决定于一种油然自发的乐观情绪。假使做一件事情之后果，须过许多日子之后方才明白，则要不要做这件事，大概不是先把可得利益之多寡，乘以得此利益之或然性，求出一个加权平均数，然后再决定。大多数决定做此事者，大概只是受一时血气之冲动——一种油然自发的驱策，想动不想静。

不管企业发起缘起做得如何坦白诚恳，假使说企业之发起，真是因为缘起上所举理由，则只是自欺欺人而已。企业之依赖精确较量未来利益之得失者，仅较南极探险之依赖精确较量未来利益之得失者，略胜一筹。故设血气衰退，悠然自然的乐观情绪动摇，一切依据盘算行事，企业即将委顿而死，虽然畏惧损失与希图利润，二者同样缺乏合理基础。

一般而论，设企业之起，乃由于发起人对未来存有希望，则该企业对于社会全体有利。但设企业要靠私人主办，则必须在冷静盘算以外，再有血气来补充，来支持……设今日之决策可以影响未来，则此种决策（不论是个人的、政治的或经济的），不能完全依据严格的冷静盘算，事实上也没有方法作此种计算。⊖

虽然英国作家和诗人鲁迪亚德·吉卜林不是经济学家（也说不定他是），

⊖ John Maynard Keynes, *The Ceneral Theory of Employment, Interest, and Money* (New York: Macmillan, 1936; Harcourt, Brace, 1964).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的诗“字帖标题之神”（*The Gods of the Copybook Headings*）完美地捕捉到了熊彼特和凯恩斯的思想。下面是这首诗的选段：

我通过我的化身在每一个年龄和种族中穿梭，
我正确地朝拜市场的神。
通过虔诚的手指，我看着他们的起起落落，
字帖标题之神，我注意到，拖垮了他们。

我们感动于列位圣灵。他们从来没有改变自己的步伐，
作为既不是云也没有风媒的市场的神……
他们否认愿望是胡闹；他们否认猪有翅膀；
因此，我们崇拜市场的神，因为他向我们承诺了这些美好的事物。

然后市场的神受到重挫，他撤回了巧舌如簧的巫师。
最卑鄙的心变为谦卑，开始相信这是真的。
发光的不一定是金子，二二必得四。
字帖标题之神一瘸一拐地开始了再一次的解释。㊀

吉卜林想要告诉我们的是，算术的现实（“2+2=4”）编造了市场的错觉，即“巧舌如簧的巫师编造的美丽故事……市场之神”。他这首被人遗忘的诗篇简洁明了地总结了本书的中心思想：市场固有的真实价值最终会战胜对投机取巧、夸大其词和自私自利市场的虚无期望。

日益脆弱的世界

即使我们逐渐明白那些能够依靠的事物中的简单的价值，但在这样一个复杂总是伴随着可以依靠的事物的世界中，我们必须竭尽所能地去处理那些在现代（大部分是未开发的）全球社会中我们所面对的挑战。这些挑战包括

㊀ “字帖”，在这个老练复杂的时代很少出现的短语，被定义为“在学校空白小册子每页页眉上打印的经典格言和睿智引言，这些小册子用于随笔和书法练习”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各国之间的相互交流和相互依赖，分裂世界的斗争（通常是在“有”的人和“没有”的人之间，自相矛盾的是斗争通常是基于宗教问题）以及在日常生活中对科技不断增加的依赖性。综上所述，这些造就了我们日益脆弱的世界。自有史可依起，完全不可预料的事情爆发了。但如今这些通常是人为的破坏影响了一大群人类。

这类事件被称做“黑天鹅”，即我们自身存活概率的最边缘事件，但是其他毁灭性事件是不能以概率来测度的。它们是不确定的，经常缺少历史先例。但无论在何种情况下，我们人类仍然一天天地活着，就像这些事件永不会发生一样。即便如此，它们仍将发生，而在这样一个脆弱的时代里，它们似乎发生得更加频繁了。想想以下事件：

▲ 2010年路易斯安那海滩石油钻机的爆炸造成数以万计加仑[⊖]的石油泄漏，污染了大片的墨西哥湾，给海洋生物、鸟类、海滩和当地人们的生活带来了破坏。我们最优秀的工程师和科学家花了5个月的时间才关闭了这口油井。

▲ 1986年“挑战者”航天飞船的爆炸，是极其复杂的工程里的一个极小错误的结果。

▲ 2001年纽约雄伟的世界贸易中心双子塔毁灭性的覆灭。谁能够想到，在一瞬间，两架飞机将飞入这两座美国金融的丰碑，为美国发起两场战争埋下了伏笔？这两场远在世界另一端的战争，将近十年以后，仍然消耗着许许多多的生命和金钱。

▲ 2005年卡特里娜飓风（自然之行为）的势不可当之势，碰上了新奥尔良大堤的弱不禁风（人类之行为），造就了美国最大的城市灾难之一。

▲ 全球温室效应能够改变我们的生活方式——更高的温度，上升的水平面，健康危机，以及其他可能潜在的可怕改变。据大多数客观的科学家所说，这种温室效应大部分是人类造成的，因为我们的工厂、

⊖ 1加仑=3.785升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机动车以及生活中无处不在排出碳。

▲ 2007年以来直到今天还在延续的世界金融危机，究其原因，更多的是由宽松的银根、高杠杆、房地产价格的暴跌、股票市场的崩盘，以及风险貌似可控但实际上无法估量的极其复杂的金融工具共同造成的。

是的，那些我们无法想象的事情的确发生了，那些我们认为发生概率太过渺小而忽视的事情也发生了。当我们思索一个灾难事件的发生概率时，《纽约时报》的记者大卫·伦哈德（David Leonhardt）写道："过去从没有那样的事情发生，即使想象也是十分困难的。非常容易想到的是，异常的结果少得让人难以察觉。实际上，有这种期望是正常的，但这并不使之明智。"㊀

坦普尔大学的教授、《超越算术》的作者约翰·艾伦·鲍罗斯（John Allen Paulos）恰到好处地击中了天平，挑战把数字当做现实的有效性："没有一种衡量社会的方法……不能够被再次臆测、解构、蒙骗、拒绝或替换。这并不意味着我们不应该去测量，而是意味着我们应该以我们能够驾驭的专心和智慧去这么做。"㊁

我们的金融系统既是对我们复杂社会的一种度量，也是这一复杂性的参与者。就像近代金融史告诉我们的那样，复杂性往往产生欺骗。我祈祷我的任务、圣战（如果这些描述对我的事业来说不会过于崇高的话）将帮助金融服务业重新思考它的价值，并由此为全世界越来越多的投资者提供了更好的服务。如果我们这样做，引用维吉尔（Virgil）的话就是："通过各种机会，经历所有变迁，我们终于抵达……"㊂

约翰·博格

瓦利福奇，宾夕法尼亚

2010年8月

㊀ David Leonhardt, "Spillonomics: Underestimating Risk," *New York Times* magazine, June 6, 2010.

㊁ John Allen Paulos, "Metric Mania," *New York Times*, May 10, 2010.

㊂ 本杰明·格雷厄姆用《埃涅阿斯记》中的这句隽语作为他第1版《聪明的投资者》（1949）的序。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT
致读者

我出版的这个文集是与我10年前曾出版过的一本书——《约翰·博格的投资：最初50年》（2000年出版）相应的一些文章和演讲。我决定每个章节应该彼此独立，各自成章。因此，对于某些特定主题感兴趣的读者可以直接读到合适的章节，而不是必须连续地读完整本书。

喜欢从头读到尾的读者可能会注意到，一些主题可能会重复几次。其中的一些参考文献来自于我在普林斯顿大学研究共同基金行业的毕业论文（基本上它们是我事业的基础），也有一些文献来自于约翰·梅纳德·凯恩斯从公司和推测的角度所产生的对股市回报的洞察（我个人投资分析的核心）；另一些文献来自于占据主导地位的当今的机构投资者而不是早前的个人投资者（尽管很少被承认，我相信这个变化是我们这个时代主要的投资问题）。

无论你是哪种读者，我希望这些重复的主题是为了显示它们的重要性。我写这本书的目的不是让你变成英明和成功的投资者，而是让你更加明白今天的金融体系的弱点。这个体系是我们整个经济体系重要的一部分。为了投资者和整个社会的利益，这个体系必须转型。

在我的第九本书要出版之际，我想表达我对先锋博格金融市场研究中心的同事们——艾米丽·斯奈德（Emily Snyder）、莎拉·霍夫曼（Sara Hoffman）和凯文·劳克林（Kevin Laughlin）的衷心感谢。感谢他们对于本书的贡献，他们的专业精神，当然还有他们的耐心和理解。凯文与我一起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负责编撰材料，标注那些长篇和难懂的巨著，核对每个数据，以及给出许多有用的建议。我还想感谢John Wiley& Sons, Inc. 的帕米拉·范·吉森（Pamela van Giessen）和梅格·福瑞博（Meg Freeborn），感谢他们的支持和编辑的专业意见，还有对莉亚·斯皮罗（Leah Spiro）的特殊敬意，他对本书提供了专业、全面的编辑支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

目录

推荐序一（周道炯）

推荐序二（巴曙松）

推荐序三（艾伦·布林德）

前言

致读者

上册

第一部分 投资错觉

第1章 别指望它！数字化误区 5

第2章 简单算术的无情规则 22

第3章 泄密的图表 43

第4章 一个至关重要的问题 62

第5章 认知本质的超能力 76

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分　“共同”基金弊端丛生

第6章　共同基金行业的重新共同化：阿尔法和欧米茄　88

第7章　事物的新秩序：把共同化重新带回“共同”基金　115

第8章　受托人原则：一臣不侍二主　147

第9章　共同基金在千禧年：基金董事和基金神话　168

第10章　“商业荣誉的高标准……公平公正的交易原则……与投资者的公平交易”　186

第三部分　指数基金大有裨益

第11章　投资管理的成功启示：我们可以从指数化投资中学到什么　216

第12章　指数基金从异端到教条，我们还需要知道什么　231

第13章　中流砥柱　253

第14章　趋同　267

译者简介　289

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第一部分

投资错觉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章是我最满意的成果之一，它涵盖了本书的大部分主题思想，内容丰富到可以直接诠释本书的名字——《别指望它》⊖。在这一章中，我采用“数字化误区”作为副标题（这是我于2002年在普林斯顿大学经济政策研究中心发表的核心演讲），意在向现阶段社会愈发信任数字的趋势提出质疑，因为数字本身并不值得我们如此崇尚，而那些不能用数字去勾画的品质，诸如智慧、正直、道德和承诺却一直未被人们给予应有的重视。

数字化误区正给社会带来具有破坏性的后果，它使得人们相信金融市场的历史收益率可以反映未来收益率，而多数情况下这与事实明显不符；它使得人们乐于看事物的乐观面，例如投资者在规划投资其退休金时并不考虑真实收益率（即除去通胀率）；它使得人们用创造性的会计手法（或称做“金融工程”？）为投资者提供所谓真实的公司盈利数据，而这些数字几乎是在误导大家；它使得一个真实的人类世界承受巨大的痛苦，但这个世界最终必须依赖真实的人类去生产实物并提供服务。

第2章中，我探究了另一篇自己的得意之作《简单算术的无情规则》，该文章于2005年发表在《金融分析师》杂志。长远来看，在投资时不可避免运用到数学的现实将导致基金管理者所提供的业绩数据存在虚假。比如说，在1983～2003年的20年间，一只模仿标准普尔500的指数基金拥有1 052%的累计收益率，同时其投资者获得1 012%的收益。然而作为明显对比，股票基金平均获得仅为573%的累计收益率，其投资者也只不过获得一半不到的收益，仅为239%。毫无疑问，用股票市场收益率作为股票基金收益率的代表（且不考虑基金投资者的实际收益）忽略了这些无情规则。于是，认为所有基金投资者都能够获得股票市场收益便成了另一个投资错觉。

在第3章中，我抨击了认为“过去可以代表未来”的投资错觉，并指出现实与此错觉大相径庭。“泄密的图表”，其实是11张图表，通过它

⊖ 本书书名直译为《别指望它》。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们我重点介绍金融市场普遍存在的“均值回归”现象：投资报酬高和投资报酬低的基金都将在长期回归到收益的均值水平。这种现象的历史表现如下：①股票市场传统划分的基金，如大市值股票和小市值股票，价值型股票和成长型股票；②在过去业绩排行中胜出和落败的股票基金，③获得股票市场收益的基金。同时，我也指出了自己认为不可避免的一个趋势：股票市场的总收益率将向其投资收益率的均值（即股息率与利润增长率之和）回归。由市盈率涨跌带来的投机收益率也将遵循同样的原则，只不过其缺少基本面支撑，所以在长期将回归到零。诚然，投资收益在长期内体现为公司获得的利润，而盛衰无常的投机收益虽然在短期内比较明显，但在长期内只不过是错觉而已。

另一个投资错觉是“成本并不重要”。那些掌握美国投资系统的资金管理者似乎忽略了一个现实——成本至关重要。当然，从自利的角度来看，他们这样选择固然很聪明，毕竟管理费用和交易费用为美国金融部门增加了大量的收益。1980年，金融部门收益占标准普尔500指数涵盖的所有公司总收益的8%，在2007年这一数据飙升到27%。如果工业企业的投资活动收益也被纳入计算（诸如美国通用汽车公司和通用汽车金融公司），则该项占比将达到33%甚至更高。

正如第4章标题所指出的那样，美国金融部门的巨大成本体现出“一个至关重要的问题”。为何这么说？因为资金管理者会从投资者的收益中拿走产生的成本部分。可笑的是，金融部门似乎极大地受益于那些他们创造出来的极为复杂的衍生品，创造者获利丰厚，购买者却伤痕累累。同时，这类复杂的工具给整个社会带来灾难，因为当金融危机发生时，美国纳税人（“政府”）必须为此买单以避免社会恐慌。

最后是最不易被察觉的一个投资错觉，即混淆公司的真实内在价值和由股价反映出来的即时价值。第5章“认知本质的超能力”致力于说明认知本质是何等重要，尤其是发现幻觉和现实之间难以被察觉的差异。其中有一部分差异源于企业营运以及价值创造（主要是长期现金流）的真实市场和试图预见投资者未来偏好的预期市场之间的差别。因为投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者只是简单跟踪股票市场，所以当股价脱离现实的时候，包括指数基金在内的所有投资者都会面临同样的挑战。近些年来，主导我们市场的是利用股价波动的投机行为，并非公司的内在价值。所以，我再次重申自己长期以来深信不疑的观点：当错觉和现实之间存在鸿沟时，现实一定会最终获得主导地位，这只是时间的问题罢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第 1 章

别指望它！数字化误区[⊖]

世间有很多事情都是冥冥之中出现在我们的身边，看似毫无规律可循，充满着神秘色彩，就仿佛如果没有普林斯顿大学就不会有先锋集团的诞生，抑或不会存在其他有可能创建该集团的人。当然，我并不是说先锋集团有多么重要，其实它在人类辉煌的历史进程中微不足道，甚至不足挂齿。然而，我们为金融世界所做出的贡献着实给投资者们带来了改变，诸如我们独创的共同结构、共同指数基金、三层债券基金，还有简单易懂的投资理念，以及我们一贯推崇的低成本策略。1947年9月，当我忐忑迈出进入普林斯顿大学的第一步时，上述一切就悄然拉开了序幕。

我初次接触经济学是在读大学二年级的时候，准确地说，是在我翻开诺贝尔经济学奖获得者保罗 · 萨缪尔森所写的《经济学》第1版首页的那一刻。一年后，主修经济学的我苦于为毕业论文开题，然而，我偶然看到《财富》杂志上一篇名为《波士顿的巨大财富》的文章，并被其深深吸引。该文章介绍了虽小却极具争议的共同基金行业。出于兴趣，

⊖ 基于2002年10月18日我在普林斯顿大学经济政策研究中心举办的“金融界的地雷”论坛上发表的重要演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我毫不犹豫地将其定为自己的论文主题。后来，这篇论文不仅使我在毕业时获得殊荣，还让我拿到了来自1920级校友沃尔特 L. 摩根的聘书（他是共同基金行业的先驱者，并于1928年建立惠灵顿基金）。现如今，先锋集团旗下100多只共同基金中的经典平衡型基金依然在共同基金领域保持重要地位，并是全球规模最大的平衡型基金。

回溯到20世纪前叶，经济学的理论性很强，同时也十分保守。我们所研究的领域包含经济理论的基本知识点，还有18世纪以来著名哲学家的观点，诸如亚当·斯密、约翰·斯图尔特·穆勒、约翰·梅纳德·凯恩斯等。而今天所说的数量化分析在当时并不盛行（我记得那个时候，微积分连专业必修都不算）。我不知道是该肯定还是否定电子计算机在研究经济体和市场运转时所起到的突破性作用，但我不得不承认，伴随着个人电脑的诞生和信息时代的到来，数字化在当今处于极具重要的地位并驾驭着整个经济的运行。所以，有了电脑之后，即使你不会计算，看起来也没什么影响。

不过，我并不推崇数字化，我和爱因斯坦的观点是一样的："并不是所有应该予以考虑的因素都会被人们关注，也不是所有能被考虑的因素都值得人们关注。"我在结论处引用的另一段文字中，你依然会看到类似的话语："认为不能被衡量的东西就不重要的做法未免有些盲目。"然而，暂且先撇开那些本不能被衡量的事物（诸如个性、道德观以及在所有经济活动中具有深远意义的思想和灵魂），我将在谈论数字化缺点前先阐述我们所使用的一些测量方法所存在的问题，然后为保持与主题一致，我再介绍给经济学家、金融学家和投资者们带来负面影响的数字化缺点。

我个人认为，在当今社会、经济和金融领域，人们对数字太过信任了。然而，数字并不是现实，它们充其量也不过是现实的苍白写照，甚至有时完全扭曲了我们试图解释的真相。据此，首先我将向大家展示我们如何过度依赖经济和市场的历史数据。其次，我将讨论乐观偏见如何使得我们歪曲数据，甚至还十分荒谬地信任它们。再次，我将揭示更为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

糟糕的一面，即我们盲目信任那些枯燥的数据并认为股票的即时价格是投资真谛，然而，对于投资至关重要的是企业内在价值。此外，由于未能躲开数字经济的陷阱，我们着实让实体经济遭受到摧残。最后，我认为抵御数字化错觉最有力的武器是那些无法衡量却又无价的品质，包括远见、经验、常识和决断力。

误区1：迷信历史必然性

把普通股作为投资标的而非投机工具的概念产生于1924年埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）写的《用普通股进行长期投资》一书，而近期最具代表性的著作是杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）的《股市长线法宝》。这两本书毫不隐讳地推崇股票，并宣扬其刺激了随后出现的大牛市。可惜，两书所面临的也都是接踵而至的大熊市。另一个殊途同归之处在于两书都堆积了大量数据，只不过得益于当代计算机技术对数据处理能力的提升作用，西格尔书中那些看似无穷的数据让其前辈们的著作稍显逊色。

然而，困扰我的并不是西格尔书中所传递的无比庞大的信息量，而是其深层的内容。俗话说“知识就是力量”，又有谁能与知识抗衡？虽然我们十分清楚对于股票未来收益率而言，唯一确定的正是它的不确定性。可依然有很多人假设股票市场会历史重演。其实我们无法预期未来，并且必须接受股市的历史收益率和一张张精算的表格之间完全没有共通之处这一不言而喻的事实。

凯恩斯就曾明确指正上述观点⊖，他说“根据过去的经验推导未来变量是非常危险的（这显然对投资而言很不利），除非我们能界定事件发生的显著理由（这倒有利于投资者）”。现阶段只有两个显著因素能解释股票收益，而且仅需简单的加减就能看出它们如何影响投资回报，这两个因素就是常常被人们忽略的现实，即经济因素和情感因素。

⊖ 梅纳德·凯恩斯对埃德加·劳伦斯·史密斯著作的评价（1926）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济因素和情感因素

从经济角度分析，投资收益（凯恩斯称之为企业收益[㊀]）等于股票初始股息率加上后继的利润增长率。从情感角度分析，投机收益产生于公司估值或者投资回报折现率的差异。这里的估值仅仅通过股票收益率来计算，或者采用市盈率。[㊁]例如，如果一只股票的初始股息率为4%，接下来10年的利润增长率为5%，则其投资收益率约为9%。如果市盈率从15倍涨到20倍，则其33%的增长将使得投机收益随之出现，且每年的收益率约为3%。把两者简单相加，得到该股票的总收益率为12%。[㊂]

于是，当回顾20世纪八九十年代出现的大牛市时，我们发现每十年的股票收益率都很类似，其中股息率约为4%，利润增长率约为6%，即投资收益约为10%，再加上其间由市盈率增长所带来的极为可观的投机收益率7%，不难得出股票的平均收益率为17%，这个数字在美国股票市场近200年的历史中算是最高水平了。

养老金“专家”

你可能会好奇，谁会这么愚蠢地用历史数据来预测未来收益呢？毫无疑问，的确有很多个人投资者，包括一些投资专家，都是这么做的，甚至连老练的首席财务官以及他们的养老金投资顾问也采取类似的方法。典型的企业年度报告都会明确表明“我们的资产回报推论源于我们精算师和资产管理团队对长期历史收益率的详尽研究”。然而，令人惊讶的是，这一方法使得企业会基于历史收益率的增长而相应调高对未来收益率的预期，当然这似乎也顺理成章。例如在20世纪80年代初牛市刚

㊀ 凯恩斯，《就业、利息和货币通论》第12章。如同我1950年第一次读这一章一样，它现在依然具有阅读价值。有趣的是，按照我在这篇文章里阐述的观点，凯恩斯没有给这些概念注入任何计量，于是我可以自由添加适当数据。

㊁ 收益率也受无风险债券收益的影响，但是因为这种关系并不稳定，所以我没有考虑。然而，根据以往数据，自1926年以来股票收益率与美国中期债券的相关性达到0.42，最近25年是0.69，最近10年是0.53。

㊂ 我认为应该将二者相乘（如，1.09×1.03=1.123），显然差异很小。但是，在不确定的投资领域，这样精准的差异几乎不重要，而且对于投资者而言，简单才是真理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚开始的时候，大部分企业假定养老金的未来收益率为7%。直至2000年年底，就在大熊市到来之前，绝大多数公司大幅提高其未来预期，有的提高到10%甚至更高。由于养老金的投资组合既包含股票又包含债券，所以实际上他们将投资组合中的股票预期收益率提高到近15%。

时至2000年1月1日，一个崭新的年代拉开帷幕之际，有两件事情应该是非常明显的：其一，随着股息率跌至1%，即使之前6%的利润增长率能够继续维持下去（这绝对有可能达到），之后十年内的投资收益率将是7%，而不是10%。其二，投机收益率不可能永远上涨（这已经被证明）。如果市盈率从31倍回调到市场平均水平即15倍，那么接下来十年的投资收益率将每年减少7%，于是合理的预期股票年收益率在2010年后将减少到零。⊖

如果2000年年初时，我们相信历史重演，即继续在接下来的十年拥有11.3%的股票收益率，那么，股票市场看似会一切安好。然而，如果我们聆听凯恩斯的观点，并想想先前支撑股票收益率维持在11.3%的显著理由——投资和投机，我们不难推测即将发生的事情：由所有诸如乐观、积极和贪婪的情感因素引致的泡沫必然会破灭，这些情绪来源于对千年转折的万分激动，来源于对信息时代的美好憧憬，来源于对“新经济体”的充足信心。然而理性预期只能告诉我们将会发生什么，却无法告诉我们何时发生。三个月之后，也就是2000年3月下旬，投资者们与熊市不期而遇。很明显，如果投资者不是按照股票市场的历史收益率，而是基于当时的市场状况去设置预期的话，会显得略为高明些。至此，你认为用历史收益率代表未来收益率的做法英明或者理性吗？别指望它！

误区二：乐观偏见

忽略当前形势而依赖股票市场历史数据制定投资策略的错误方法很容易带来高成本，但这只不过是增加成本的一个原因。人们的乐观偏见同样会产生危害，事实上，股票收益率本身充满未知。无论投资

⊖ 更新：结果是，1999～2009年十年间的股票年化收益率为-0.2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者评估过去还是预测未来，他们都抱着过于乐观的心态，因为当其致力于研究市场理论收益而非投资者实际收益时，他们都严重高估了股票投资回报率。

首先，通常我们在计量时采用名义货币值，但若考虑长期复利，那么，这和采用实际货币值的差异是惊人的。例如，在过去50年里，股票的平均年化收益率为11.3%，也就是说如果最初在股市中投资1 000美元，那么至今它的价值将上升到212 000美元。然而，一旦除去4.2%的通胀率，实际收益率便立即降到7.1%，那么，先前的投资如今只能获得31 000美元的价值，资产这般缩水简直令人难以想象。其次，人们假定若把所有投资者看成一个群体，则他们可以获得股票市场的平均收益，但这个假定使得投资错觉越发严重。事实胜于雄辩，投资者们并没有获得市场平均收益，因为他们不具备这个能力，所以不得不面对现实与其设想一次次偏离。不错，如果市场平均年收益率为10%，则作为整体的投资者可以享受10%的回报率，但减去美国金融中介收取的费用（诸如经纪人佣金、管理费用和行政费用）以及相应的税款（收入所得税和资本利得税），他们的净收益将大打折扣。

假定中介费用每年至少2%，税率也为2%，那么相对于10%的市场收益率，投资者的净收益在缴税前最多为8%，缴完税就只剩6%了。这便是现实：成本占了市场名义收益的40%！慢着，这还不算什么，我们只不过从名义收入中减去了费用和税收，投资者最终获得的实际价值还得经过通胀调整。在年通胀率为3%的前提下，10%的名义股票市场收益率将变成7%的实际股票市场收益率，当再次减去4%的中介费用和税收，投资者的实际净收益下跌至3%。成本并不仅仅吞噬市场实际收益的40%，而是57%！

考虑到长期，乐观偏见（表现为理论收益远远高于市场能实现的收益）将产生惊人的差异。还记得之前提到的1 000美元的投资故事吗？让我们继续对它做出合理的调整。首先，扣除2%的费用，终值将由31 000美元降至11 600美元；接着，再扣除2%的税项，最终初始投资1 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今只能获得4 300美元的实际价值，这个数字与你刚刚看到的212 000美元的名义总收益着实相差甚远。可见，采用复利计算名义收入或者成本是多么不可思议！从212 000美元到4 300美元，将近98%的收益仿佛不翼而飞。你还会相信投资者能把市场收益纳入怀中吗？别指望它！

被忽视的成本和税收

毫无疑问，华尔街的股票经纪人、金融咨询师或者共同基金经理中几乎没有人不知道上述差异。坦诚而言，杰里米·西格尔的《股市长线法宝》中虽然忽略了成本和税收，但也展示了历史收益在名义算法和实际算法上产生的偏差。人们不仅仅迎合投资者的乐观偏见，还进一步加强了它。然而，如果不考虑通胀，则我们极有可能将投资成本和税收降到最低点，只要股票投资者的确有此意愿。他们完全可以通过投资低成本、低换手率的指数基金获得整个股票市场的收益，从而最终赚得名义市场年化收益的100%，而不是上文中的60%。你可以指望它！

乐观偏见还渗透到了商业领域。公司管理者展望公司未来的时候始终会给予最乐观的可能性，当然大多设想最后都被证明是错误的。在过去的20年内，华尔街的券商研究员通过其所覆盖的上市公司的财务数据定期估计公司未来五年的利润增长率，平均下来约为每年增长11.5%。但相对于20个预期值而言，这些公司的实际增长率中仅有3个与之符合，而且数值约为6%，只有原始预期值的一半左右。

然而，我们怎能惊讶于上市公司的预期财务数据和实际数值间的差异呢？事实上，美国公司的总收益与宏观经济增长紧密相连，几乎是绑定的关系。公司税后总收入的增长几乎不可能小于美国GDP的增长率4%，当然也不大可能超过8%。自1929年以来，公司税后收入平均每年增长5.6%，较每年增长6.6%的GDP而言略有滞后。尤其是当今残酷的资本主义社会，竞争自由且激烈，同时顾客又是上帝（这点在信息化时代更为明显），这让公司如何做到利润增长快于美国的GDP增长？别指望它！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纷杂的利润标准：报告利润，营运利润，预测利润，重估利润

人们的乐观偏见还带来另一个严重问题，也就是我们改变了对利润的定义，这一点越来越被人们所忽视。多年前，当标准普尔500指数刚开始收集数据时，报告利润被其作为参考标准，然而，近些年来，标准普尔指数开始采用营运利润，其从报告利润中剔除了诸如资产减值类科目。这类科目多是早年投资或者收购失败遗留下来的冲销项，即我们所说的非经常项目，但若把所有公司作为整体的话，该科目具有一定的稳定性。

在过去的20年里，假定标准普尔指数的公司营运利润约为567美元，发放完229美元的股息之后，剩下338美元用于再投资。然而，若考虑高额的资产减值项，累计报告利润则减至507美元，所以实际上只有278美元能再投资到公司中，减少了将近20%。记住，反映公司最终业绩的是报告利润，而不是营运利润。

预测利润进一步扭曲了公司的真实盈利水平，因为它并未考虑未来发展不利的可能。而且，随着越来越多的公司利润表被重估，即使审计通过的利润值也开始受到怀疑。在最近的4年里，有632家公司重估了它们的利润，而10年前的相同时间段内只有139家重估利润，短短时间竟然猛增了4倍。你还会认为公司的财务报表十分精确吗？别指望它！

“创新”的会计手法

宽松的会计准则使得会计手法创新成为可能，并悄无声息地运用于利润核算中。最流行的方法是通过企业并购把大量费用划到非经常项目下，直到未来需要改善营运业绩时才会进行相应调整。然而，美国会计准则的漏洞远不止这些，例如把大量科目划归到“其他项”；提高养老金计划的预期收益率；把消费者从供应商借钱而购买的产品依然记到销售项；在每个会计季度末通过一些特殊交易冲抵这些销售记录等。如果你的业绩无法达到预期目标，那就在数字上做做手脚，我们所谓的“创新会计手法”只不过是欺骗的一种手法而已。但公司能够一直欺骗下去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗？别指望它！

即便如此，我认为基于预期营运利润计算市盈率的时候倒没什么害处。采用较高的收益值（尽管这些数字不大现实）会使得市盈率的最终结果显得更为合理，股票价格看似更为便宜。于是，以2002年的估计值为准，我们可以得到：通过营运利润计算的标准普尔500指数市盈率大概为18倍，而通过报告利润计算的市盈率约为25倍。而我们的金融中介更乐于公布较高的市盈率。

但这种做法是极其愚蠢的，我们不应该在不了解事实的情况下盲目相信高市盈率，毕竟公司长期的价值不仅仅由现行运营水平决定，还受到其他因素影响，如投资决策、并购项目等，但这些因素往往并不能推动利润增长。《商业周刊》近期的一项研究表明，在不久前的经济泡沫中发生高达4万亿美元的收购案件，其中61%的收购项目损害了股东财富。我们真该清醒地意识到，这些投资决策根本没有极大地促进公司发展。别指望它！

误区三：崇尚硬性指标

美国金融机构是投资过程中必不可少的组成部分，对美国经济发展的融资环节也起到重要作用。我们需要有效的、流动的市场并需要其为股票提供合适的流动性变现未来现金流，只有这样，投资者才能随时实现未来收入流的现值。但事物总是有两面性，公司股票的估值每时每刻都在变动必然有着一定的弊端。于是，我们需要硬性指标来计算投资报酬，而且现在就需要！当市场恢复其本身时，当然，我们也获得了想要的指标。

但结果却不一定总是好的。凯恩斯就看得很透彻，他曾指出："资本市场中，相对于其他形式的财富所有者，公募股权基金的持有人更加需要拥有胆量、耐心和毅力……一些投资者选择购买那些不大可能滞销的投资品，但若其报价总是在变，那么这或许会使他们头疼不已。"换句话说，就是投资不常比交易的品种更加省心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此明智的投资策略经常被人们谈及。格雷厄姆就曾有过类似的观点，他指出“市场先生”每天都围绕在投资者身边，并给予其用即时价格成交的机会，投资者必须对危险的“市场先生”提高警惕。由于短期波动可能对投资者造成误导，因此要注意“市场先生”可以使这种情绪支配下的投资在短期内超越考虑经济情况的长期投资。正如某位著名投资家说的，“股票市场在短期内就像投票机，而在长期就是称重机”[⊖]。

短暂的准确性和永久的非准确性

信息时代，作为我们这代人生活中不可缺少的一部分，让大家开始相信股价变动反映出的短暂的准确性比评估一个公司内在价值的永久的非准确性更重要。换句话说，投资者似乎极其乐意承担“完全错误”的风险，而不愿意接受“大体准确”。近期的经济泡沫就淋漓尽致地展现出（并加强）该观念战胜了现实，而我们如今经历的痛苦的股市大跌意味着我们又重新回到了现实。股价能准确反映公司的内在价值吗？别指望它！

关注股价的人群中，上市公司的首席执行官是主要受益人，因为他们手上有巨额的股票期权，所以，即使采用不正当的手段，他们也会通过各种方式让公司数据变得好看。一旦有数据支撑，公司的股价就会上升，然后首席执行官们便在授予期权时立即出售自己的股票，往往采用由公司为他们提供过桥贷款的无现金交易方式。但是不同于其他补偿激励，固定价格期权所形成的补偿并不被记录在公司费用项上，相反，该期权被认为是免费的，但为了避免股权稀释，大多数公司会在公开市场上以高于行权价的价格回购那些股票。其实，给予管理者类似的股权激励从根本上说就是错误的，不仅仅因为附带期权的股票有被管理层在可以行权时立即抛出的危险，或是因为它们不需要上缴资本利得税，或是会影响股价水平，最关键的是因为在通常意义上说，这些激励意在提高

⊖ Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis* (1934, 1940; New York: McGraw-Hill, 2008), 70.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价，而不是增加公司的内在价值。股票期权到底是应该和管理者的利益联系在一起，还是和长期股东的利益联系在一起？别指望它！

无知的行为使专家陷入困境

多年以前，凯恩斯担心“按照广大无知者的大众心理对股票估值”会对社会造成影响，他认为这将导致股价会伴随大众心理发生剧烈波动，而且会促使专业人士修正估值，并遵循大众心理，尝试预测大众估值的变化。于是，凯恩斯形容股市是“一个斗智的场所，人们致力于预测几个月后的股票价值，而不是某项投资在若干年后的预期回报率”⊖。

50年前，我也曾在自己的毕业论文中引用了这些文字，并很轻率地与其持不同意见。那时的我认为，一个大规模共同基金公司的投资组合管理者会“满足市场对稳定、成熟、具有可分析性证券的需求，同时在投资时以公司真实业绩为评价标准，而不是关注公众对股价的估值”。50年后的今天，不得不感叹世界著名经济学家凯恩斯的明智，而那个羽翼未丰且颇为理想主义的博格着实错了。但二者的比赛还未结束！投资机构从长期投资转战为短期投机真的让他们获得更高收益了吗？别指望它！

经济因素最终将战胜情感因素

早在我写毕业论文的时候，投资受托人（是他们使得资金管理游戏被越玩越大）大约每年变换其投资组合的15%，而当今的投资组合管理者（如今该资金管理游戏的玩法）每年更换其基金组合的比率超过110%，也就是每只基金中的股票仅仅拥有平均11个月的持有期。用凯恩斯的话说，“企业”已沦为“投机漩涡中微不足道的小泡沫”，情感因素完全战胜了经济因素。

长期而言，经济因素战胜情感因素是不可争的事实。自1872年以来，通胀调整后（未剔除中介费用）的股票市场实际平均年化收益率为6.5%，

⊖ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment,Interest, and Money* (New York:Macmillan,1936;Harcourt,Brace,1964),155.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由股息率和利润增长率贡献的投资收益率为6.6%。诚然，在20世纪70年代投机收益曾一度使得投资收益减少50%，在接下来的80年代和90年代却使之翻了3倍！但在股价经历惊人下跌之后的今天，当我们重新计算时，投机收益在整整130年间的年化收益率降至−0.1%，既没有为投资收益做出突出贡献，也没有明显降低它。如此看来，认为投机收益会在未来增加市场收益是明智的想法吗？别指望它！

事实上，当感知（即时的股票价格）远远脱离现实（公司内在价值）的时候，二者的差距只可能由现实来调和。任何短暂的时间范围内，试图让现实符合感知的可能性都很小；在一个充满竞争的世界，创造企业价值是一项艰巨又费力的工作，需要长期的过程。然而，近期的泡沫中，当股票价格和公司价值相脱节时，太多市场参与者仿佛期待公司价值赶紧调整到和股价相符合。可当投资者明白“别指望它”这一教训时，为时已晚。

误区四：计算给现实社会带来的不利后果

当我们迷信历史必然性的时候，当我们始终倾向于看数字乐观面的时候，当我们盲目崇拜股价短暂波动的准确性而忽略公司内在价值的非准确性的时候，危害远远超过了不幸的数字化误区。这些误区对社会造成了很多影响，而绝大多数都是负面的、消极的。

比如说，当投资者认为股票收益率来源于某种精算表格时，他们就不会为投资收益不确定性带来的风险做准备，也不会为更不确定的投机收益做准备。于是，他们很容易迫于股票波动带来的情绪因素而做出不明智的资产配置方案。养老金计划就出现了类似错误，当面临现实的介入，它就不得不增加资金。投资者在设计个人退休计划的时候，自认为金融市场会慷慨到将所有收益都拱手相让，而没有意识到要缴纳巨额的中介费用和税收，于是他们为能有个安逸的晚年仅仅准备了极少的储蓄。但聪明的投资者完全能够避免成本和税收的蚕食，他们可以自我学习，也可以采纳专业人士的建议，抑或参加学术界的活动，从而提高理性投资能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不健全的资本形成体系

我们偏好将股价（可以轻易得到）而非公司价值（很难有准确结果）作为投资真谛，其实这个误区并不容易得到解决。如同凯恩斯的经典论断那样，"当企业沦为投机漩涡中微不足道的小泡沫时，很可能因为资本形成这项工作没有顺利完成"。在后泡沫时期，该工作就的确没做到位。虽然国家杜绝了一些投机可能，日交易员的消失也显得格外明显，但是共同基金业依然会集体冒险，并最终在未来重新用短期投机策略代替长期投资策略。

并非只有我们的资本市场遭到数字化误区的破坏，真正受到影响的是我们的整个社会。通过玩转数据来操纵公司引致的经济后果是巨大的，并且十分严重。从本质上说，美国金融体系反对公司出现不可维持的利润增长率，于是，当公司没能通过提高生产力、完善老产品、生产新产品、要求员工高效工作或者提供更亲切、更及时、更有效的服务来实现预期利润增长的时候，公司不得不采取其他措施来达到目标。

当然，其中一种方法就是我之前提到的：收购与兼并战略。暂且撇开多数收购最后都以失败告终的现状，先让我们看看近期《纽约时报》专栏上一篇文章是如何形象描述的，它指出收购方通过收购为自己创造无比光鲜的财务数据，使得不乐观的长期管理绩效很容易被掩盖。[⊖]以美国泰科国际有限公司为例，其收购了700家公司！但也如文章所说，这些战略最终的结果显而易见，"一旦市场开始整顿，收购者宣传得天花乱坠的那些数据便会立即失效"。你还认为收购兼并会给公司带来美好的前景吗？别指望它！

令人吃惊的是，现今很多公司的收益主要来源于金融活动而不是经营活动。道琼斯工业指数中有30家公司的养老金资产高达4 000亿美元，接近其7 000亿美元的账面累计价值。同时，表外金融类项目数近几年激增，通过出售看跌期权降低回购股票的成本，同时避免股票期权的潜在稀释，这样可以避免公司在经济繁荣时出现利润下滑，但在经济不景气

⊖ Jeffrey Sonnenfeld, *New York Times*, June 5, 2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时会给公司带来巨大损失。另外，越来越多的公司开始借钱给消费者买自己的产品。显而易见，当今经济环境下的这些手段并不显得高明。

当布胜石头时，接下来会发生什么

太多所谓的工业公司已经转变成金融公司，前者靠实业发家，后者靠投资发家，一个似乎需要卖力赚钱，一个似乎只需要数数钱（不难发现，首席执行官的高级助手几乎总是公司的首席财务官，这常被投资委员会称做“幕后操纵者”）。再次援引《纽约时报》的一篇文章，文章指出，这些公司“并不在理解其公司业务的基础上制定战略规划，而是认为通过划算的交易，它们能够超越现有的金融市场，更好地配置自有金融资源”。该策略的结果正如我们所看到的那样，我们经历着十分痛苦的教训。别指望它！

你或许还记得孩提时代的“石头剪刀布”游戏，石头胜剪刀，剪刀胜布，布胜石头。经济疯狂时，价值与价格相脱离，布着实胜了石头。靠投资发家的“布”公司开始收购靠实业成长的“石头”公司，结果简直是灾难。若我提起美国在线服务公司和时代华纳公司、奎斯特通讯公司和美国西部公司、世通公司和美国微波通信公司（MCI），估计你们不会感到陌生，也很清楚谁是“布”，谁是“石头”。这些案例是历史上最有名最深刻的案例之一，随后它们都狠狠冲击了社会，成千上万名忠实员工失去工作，而且其退休金账户也不幸遭受大幅削减。

《华尔街日报》上有一篇极具洞察力的文章，认为金融狂热引发一片狼藉的罪魁祸首其实是我们的社会。文章中写道：“股票价格不仅仅是一些抽象的数字，它影响到公司实施战略的性质，从而进一步影响公司的发展前途、资本成本率、借债能力及收购其他公司的能力。那些因为缺少公司潜在真实信息而做出的估值会掠夺投资者的储蓄，使得那些无辜的员工而非高级管理者付出丢掉工作的代价，并且损害供给者以及社会大众的生存能力。”⊖这就是人们过度依赖数字造成的后果，众所周

⊖ Joseph Fuller and Michael C.Jensen, *Wall Street Journal*, December 31, 2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知，无比残酷。

站在公司的角度考虑

过度数字化形成的误区远不止这些。纵观市场，甚至部分优质公司也总是惦记着那些可以被测量的指标，诸如市场份额、生产力、效率、产品质量及成本，并专门制定预期目标。然而，当测量过程具有主观性时，这些公司往往无法实现先前设定的目标。大多数测量值都是基于短期的，而更为持久的品质才能在长期推动公司走向成功。虽然这些品质难以被衡量，但我们绝不可低估诸如个性、正直、热忱、信念和激情对公司的重要作用（类似于六西格玛管理法）。在实施公司战略的过程中，最关键的角色是人类自身，如果公司高管拥有雄心壮志并且勤奋肯干、积极上进，同时又有合作精神和创造力，那么股东也就可以高枕无忧了。

然而近几年的事实向我们展示，那些敢作敢为的首席执行官在制定公司目标时会把能否达到乐观高估的财务目标作为首要任务，为此甚至可以不顾会计准则、资产负债表或者公司本身的特点。这种不论是好是坏，尽一切手段使自己公司达到预期目标的现象比比皆是。当今的社会规则已经转变为“别人做什么，我就做什么”，于是经济学中“劣币驱逐良币”的格雷欣法则开始广泛流行于企业界。

“靠会计管理公司”很容易做过头。前不久我看到某首席执行官要求每股收益从2001年的6.15美元在2005年[⊖]增长到10美元左右，即年均增长率约为15%，但如何实现该目标他却只字未提。老实说，我根本不相信这种看似精确实则抽象的数字能够让公司股东更加受益，当然我也不是说这些数字无法达到，只不过认为它们的实现需要经历更长的时间。在一个充满未知的世界，或许只有通过操纵财务数据，甚至依靠裁员、人为节省开支，调整一切可以被调整的资源（包括不得不服从任务的员工），才有可能使得公司实现预期目标。可这样做的成本有多大？公司越快停止其激进的计划越好。我相信从现在起25年后真正成为行业领先

⊖ 2010年更新：收益在2009年高于每股10美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者的公司一定是那些以公司运营状况为利润增长源泉的公司，而不是把抽象的增长率作为战略目标的公司。你觉得数据操纵者和产品生产者谁能登上胜利的宝座？别指望它！

个人观点

然而，为避免有人指责博格是数字盲，这里我有必要澄清：我并不是说数字不重要，它的确对我们认识财务目标和成果有举足轻重的作用。但过去28年以来，我一直致力于建立一家独树一帜的金融机构，使得它更注重那些常规的投资理念能否得以顺利执行，更注重人们的价值观和道德观，而不是刻意去追求数量化目标或统计上的结果。我无数次说过，市场份额对先锋集团而言只是一个量度，而不是目标，并且是凭实力获得的，而不是花钱买来的。事实上，在过去的22年，先锋集团的基金资产规模一直在增加，从未减少过（作为一个共同基金公司，我们做出很多贡献，不论是对个人股东，还是对公众股东）。

最佳的公司成长驱动力是通过为客户勤勤恳恳做事来拉动公司收入，先锋集团的投资策略正是来源于该信念。我一直认为增长应当顺其自然，而不是出于被强制的状态。下面的话是我在1972年给惠灵顿管理公司（后来我成为其主席）员工写的年度总结，有关大家过于信任数字计算的那段：⊖

第1步，计算那些容易被数字化的指标，这没什么问题；第2步，直接无视那些不能被衡量的指标，或者人为地给它们设定数值，这就容易产生虚假和误导了；第3步，假设那些不能被衡量的指标一点儿也不重要，这么做显得愚昧无知；第4步，认为那些不能被衡量的指标事实上并不存在，这简直是自杀性行为。

接着，对数字过分依赖的无意义现象诞生了，同时也出现了尝试

⊖ Quoting pollster Daniel Yankelovich.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算不确定世界中不可测事物的荒谬行为。于是，当“计算”变成这些游戏的名字，我们的金融市场、公司以及社会不得不付出代价。别指望它！

诚然，数字是必要且必需的工具，但它们是手段而非目的，是评估公司业绩的必要条件而非充分条件。当不考虑经验、判断力和个性这些更有价值却不可测的因素时，坚信数字完全反映现实的观点着实是当今金融和经济系统的巨大缺陷之一。聪明的金融专家和学者应该去寻找一套更高级、更高明的价值标准。

我用自己如何踏上学界作为本文的开头，那么，现在我将引用200年前古罗马著名抒情诗人贺拉斯描述学界角色的文字作为结尾：

> 美丽的雅典为我的作品注入了新鲜的血液
> 在我们视线触及的领域中寻觅本质
> 在学术界博大精深的丛林中探索真理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第 2 章 简单算术的无情规则[⊖]

当被邀请探讨“投资管理畅想”这一主题时，我十分乐意加入该场争议中，其实我深知自己在投资界被公认为标新立异的人。但如果把重点放在投资现实上，而非投资误区的话，那也无所谓。很多有经验的投资者已经十分熟悉我的核心思想，并接受其中的基本理论，不过其他人（我怀疑占多数）要么视而不见，要么没有真正理解我的意思。

我的核心思想很明确，投资大众已经沉溺在近期过度的金融繁荣中，并且倾向于忽略我即将提到的事实。这也不是什么新的问题，早在2500年之前，古希腊的雄辩家德摩斯梯尼就警告我们：“人们会相信他们所期待的事物是真实可靠的。”近期，这种担忧更为明显，美国小说家厄普顿·辛克莱感到很诧异，“一个人想理解那些即使他已经付出代价也没弄懂的事情是多么困难啊”。

大家必须很好地理解我的核心理念，因为它对美国金融中介体系的运转至关重要，这些金融机构掌握了所有退休金以及居民的集体财富。

⊖ 基于《金融分析师》杂志2005年11/12月刊登的一篇文章，于2006年再次在CFA文选上刊登，题为《投资管理的大胆思考》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我写的《为资本主义灵魂而战》中，我称之为“投资美国”，而华盛顿当局称之为“所有制社会”。然而，无论我们采用何种名词，资本主义的财富积累在很大程度上都依赖于我的核心观念，即金融市场的总收益减去金融中介收取的费用才是投资者获得的净收益。遗憾的是，大量投资类文献都致力于介绍有效市场假说，而很少研究我所定义的成本相关假说。不过，分析投资者在追求击败市场的过程中可能遇到的糟糕结果时，我们并不需要有效市场假说，而仅仅需要成本相关假说。无论市场是有效还是无效，作为整体的投资者们都不会战胜市场，相差的收益正是他们所承担的总成本。可以说，这就是投资真相。

迄今为止，我们的金融期刊上充斥着关于市场收益率的统计研究数据，而这些数值要么没有变成现实，要么就不可能变成现实。如果不清晰地认识到整个金融体系在除去中介费用后只剩下负的超额收益，那我们又该如何探索“创造正超额收益”的方法？当投资者可以获得十年期国库券（或者国债，如果你喜欢这个叫法的话）的所有收益，而仅仅获得不到股票真实收益50%的回报时（其余部分都被金融机构的费用耗尽了），投机于股票风险收益又有何用？不同于沃比根湖效应的那些孩子，我们怎能忽略以下事实：我们的总收益可以达到平均水平，而一旦成本被扣除便立即落到平均线以下？

事实上，短期股票投机者和长期股票投资者相对于股票市场的收益数学期望值都为零，但仅仅在扣除大量成本之前为零。当减去咨询费用、市场营销支出、销售费用、经纪人佣金、法律和交易费用、托管费用和证券过户费用等一切成本后，投资者的净收益将大大低于股票市场的平均收益。该事实太容易被忽略，所以我十分乐意有这样的机会去强调它的重要性，并揭示其深远的意义。

侵犯法律、人类和神灵却不用受惩罚

在上述背景下，请允许我引用“侵犯法律、人类和神灵却不用受惩罚”作为该节的标题。1914年，在《别人的钱：投资银行家的贪婪真相》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一书中，作者路易斯 D. 布兰代斯（Louis D. Brandeis，后来成为美国最高法院历史上最具有影响力的律师之一）痛斥一个世纪前掌控美国投资和美国公司的寡头政治首脑们。作者将他们自私自利的金融统治和连锁利益描述成“侵犯法律、人类和神灵却不用受惩罚，被二加二等于五的错觉所迷惑”[⊖]。他预言如此普遍的投机行为最终将走向崩溃（准确地说，该预言最后成为现实），沦为“简单算术无情规则的牺牲品”。接着，他又补充了一句毫无意义的警告（我猜这话来自于古希腊著名悲剧作家索福克勒斯）：“记住，算术是科学之基，安全之母。”[⊜]

古人云：“万变不离其宗。”虽然布兰代斯描述的那个年代没有在今天再次上演，但马克·吐温认为它的影子依旧存在。美国投资体系（政府退休金计划、私人退休金计划，明确地说就是被股票所有者拥有的一切证券）同样被相同的无情规则摧残着。自从投资者最终收益是除去金融中介费用后剩下的那部分（就如同赌徒所赢得的钱要减去交给赌场管理者的那部分一样），这些简单算术的无情规则就伤害了投资者的长期收益。用布兰代斯的公式解释，即我们一直被“7%的市场收益率减去3%的费用率依然等于7%的投资利润率”所蒙骗（例如，认为成本实在太小，以至于可以将其忽略不计）。

当然，没有人知道这些中介费用的准确数字。所以现在不失为给出答案的大好时机，甚至可能是由特许金融分析师（CFA）机构带头仔细研究该体系。不过我们也掌握了一些主要费用的相关数据，2004年期间，投资银行家和经纪人的总收入高达约2 200亿美元；共同基金的直接成本约为700亿美元；退休金管理费用约为150亿美元；年佣金约为150亿美元；对冲基金费用约为250亿美元；支付给个人理财专家的费用约为50亿美元。即使不考虑银行和保险公司提供的投资服务，上述金融中介费用也已接近3 500亿美元，全部得从金融市场为投资者提供的总收益中剔除。

⊖ Louis D.Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It* (1914; New York: Bedford Books, 1995), 45.

⊜ 它已经瓦解了，它是将美国实业界和美国投资界联系起来的先驱，可能会加剧2007～2009年的金融危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，中介费用持续上涨。1985年，费用大约在500亿美元的水平。在泡沫时期以及后泡沫时期（自1996年起），金融中介的总费用估计超过2 500亿美元，且完全由我们的股票所有者支付，真是太不可思议了！无疑，部分费用的确创造了一些价值，例如增加流动性。但根据定义，这些费用不仅不能创造出高于市场平均水平的收益，而且它们直接导致投资者的净收益低于市场收益，属于无法规避的损失。所有投资者得到的恰是我们不该承担的损失，所以极有必要探索一种更有效的方式来提供金融服务。

共同基金行业

或许，该思路使得我又写了一篇文章，它于2005年刊登在1月/2月期《金融分析师》杂志上，内容涉及美国金融中介体系中最庞大的共同基金行业。这篇题为《60年后的共同基金行业：更好还是更坏》的文章考察了共同基金业发生的点滴变化，从1949年我开始做毕业论文《投资公司的经济角色》至今，我在该行业已经度过56个年头，并且我读学士期间的研究一直延续到现在。以自己多年来的亲身经验，我不得不遗憾地说，上述标题中那个问题的答案是："更坏。"

然而，我不会在这里重复那篇文章，而是总结共同基金行业到底发生了哪些变化。[⊖]我们创造了多得令人难以置信的常带有投机性的新基金；我们使得投资大众的投资重点从明智的长期投资转向"明星"投资组合管理人愚蠢的短期投机行为；我们沉浸在美国公司股权化加速的喜悦中，然而投资者合理执行所有者权利的意愿却在降低，颇让人感到沮丧；我们向投资者征收的费用猛增，这与资金管理的巨大规模经济效应相抵触；我们良好的声誉不幸被大量丑闻玷污；大规模的管理公司从私有制转为公众所有，接着又转为金融集团所有；以前，我们根据业绩来评判专家，现在却通过专家去评判业绩。正如我在文章中提及的，共同基金已从"代理"转变为"推销"。

⊖ 我认为有些基金组织可以除外，然而，它们的数量少得惊人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，这都是过去。若放眼未来，我将在那篇文章的结尾再增加一个简单的观点，警告投资者“如果我们不及时改变现状，共同基金行业将不断衰落并最终走向灭亡，成为简单算术无情规则下的牺牲者”。我由衷地热爱这个行业，以至于我目睹所发生的一切时无法保持沉默，而我的这些观点用美国著名诗人罗伯特·弗罗斯特的话说，就是我与共同基金行业“爱人之间的争吵”。

让我们看看历史记录

当我们采取类似《60年后的共同基金行业：更好还是更坏》中所用的方法考察过去20年的记录时，不难证明，对那些把辛苦赚来的血汗钱投资到共同基金的家庭而言，我先前描述的无情规则给他们的财富构成危害。正如成本相关假说所计算的那样，总收益减去费用等于净收益的简单算术损害了这些家庭的财富。投资者已经意识到，共同基金并非“物有所值”。

让我们看看这些记录。在过去的20年里，一只简单的、低成本且无申购费的基于标准普尔500指数的股票指数基金实现12.8%的年化收益率，仅比标准普尔500指数13%的收益率低一点点。同期，股票共同基金获得的平均年化收益率只有10%，每年落后于该指数基金2.8个百分点，且不到市场收益的80%。对该时期采用复利计算，若初始资金1美元投资于指数基金，则期末将获得10.12美元，若投资于平均股票基金，则期末获得5.73美元，只有市场收益的57%，而不是刚刚提到的80%，可见复利成本将大大减少期末收益。

这些数值还没有考虑税收因素。若扣除0.9个百分点的税率，标准普尔500指数基金收益实现11.9%的年化收益率，平均股票基金的税率约为2.2个百分点，则税后年化收益率为7.8%。更确切地说，股票基金与指数基金收益率的差异从每年2.8个百分点增加到4.1个百分点。平均股票基金在此期间几乎没有递延收益，而指数基金递延了几乎所有的收益（递延所得税或许是说明“你获得意外收入”最基本的例子）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，指数基金和平均股票基金中的累积财富不应该仅仅用名义收入计量，还应该采用实际收入的形式。如此，指数基金的实际年化收益率就降到8.9%，而股票基金则降到4.8%，显而易见的是二者差异依然是4.1个百分点。但当我们对二者同时进行每年3个百分点的通胀调整，则这些较低的年化收益率经过复利计算后的累积差异将进一步扩大。在过去的20年内，除去费用和税收，初始投资在指数基金上的每1美元在期末的实际累计收益为4.50美元，而投资在股票基金上的只有1.55美元，仅为前者的34%（请千万记住，每年扣除的成本和税收采用的是名义形式，所以从长期实际财富中吞噬的部分更大）。

基金收益和投资者收益

更为糟糕的是，当我们考察的平均收益来自基金拥有者，而不是基金本身时，它与市场收益之间的差距则更加大了。随着共同基金行业越来越重视市场营销，投入于管理的精力越来越少，投资者被淹没在一片片诱人的基金海洋中。同时，随着市场的一时狂热以及激情的时增时减（在近期市场泡沫中的“新经济体”基金中尤为明显）我们的市场营销专家会快速响应市场。基金行业不仅唆使其投资者在股市已经达到最高点时依然将数千亿美元投入股票基金，还唆使其选择错误的基金。再加上基金费用对收益的吞噬效应，投资者不得不为其错误择时买单，同时还得为其误选基金付出更为惨重的代价（这些投资者也该为这些错误承担一部分责任）。

直觉告诉大家，这笔费用是惊人的。虽然我们拥有的数据并不十分精确，但足以证明该猜测是正确的。共同基金的资产加权收益（很简单，只需基于每只基金每个季度的现金流计算）每年比标准的时间加权收益低3.7个百分点。近20年来，股票基金的平均时间加权收益每年比标准普尔500指数基金低2.8个百分点，结合上述两点，股票基金持有者的平均资产加权收益每年都跑输指数基金约6.5个百分点。该期间的税前名义平均年化收益：股票基金为6.3%，指数基金为12.8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

若将复利原理应用到基金运营费用和基金持有成本，初始投资1美元在期末实现2.39美元的终值，而刚刚我们提到的投资低成本指数基金获得的收益为10.12美元，可见前者仅为后者的25%，且后者只不过是通过简单持有股票市场组合而获得（见表2-1）。

表2-1 分散化基金对比板块基金：金额加权以及时间加权收益

	1998～2000 时间加权	2001～2003 时间加权	1998～2003 时间加权	1998～2003 金额加权	美元加权—时间加权
分散化基金					
Fidelity Magellan	14.4%	−5.6%	3.9%	3.7%	−0.2%
Vanguard 500	12.3	−4.2	3.7	2.4	−1.3
Inv.Co.of America	14.2	1.0	7.4	6.7	−0.7
Janus Fund	20.2	−11.0	3.4	0.9	−2.5
Fidelity Contrafund	15.2	0.4	7.5	7.9	0.4
Washington Mutual	9.6	2.8	6.2	5.5	−0.7
平均	14.3%	−2.7%	5.4%	4.5%	−0.9%
板块基金					
TRP Sci.&Tech.	23.5%	−19.1%	−0.1%	−8.8%	−8.7%
Seligman Comm.&Info.	13.5	−2.4	5.3	2.0	−3.3
AB Global Tech.	28.0	−15.7	3.9	−9.5	−13.4
Vanguard Healthcare	34.2	1.4	16.7	13.7	−3.0
Fidelity Sel. Electronics	37.0	−10.2	10.9	0.0	−10.9
Munder NetNet	35.7	−21.6	3.1	−25.7	−28.8
平均	28.6%	−11.3%	6.6%	−4.7%	−11.4%

这部分额外的差值主要来自于基金行业创造和推销的特殊型基金，它们往往具有投机性。例如，1998～2003年，美国股市经历了强劲的牛市和随之而来的大熊市，共同基金行业中前六大得到充分分散化的基金的平均资产加权收益比它们的平均时间加权收益低不到1个百分点，而前六大特殊型基金的平均资产加权收益比其时间加权收益要低11个百分点之多。在此六年期间运用复利计算，收益之间的差距更是令人吃惊。一方面，特殊型基金的年化时间加权收益率为6.6%，但损失了客户财富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的25%。另一方面，虽然4.5%的年化收益有些许低，但客户投资于充分分散化基金的财富却增加了30%。（它们之间的差异竟是55个百分点！）

两个代价巨大却起反作用的趋势

基金投资者的财富遭受巨大损失，这一残酷的现象让我早期关于共同基金的文章又多了两个主题。一是共同基金行业的“市场营销系统化”，这里的大多数公司都能卖掉任何类型的基金；二是共同基金行业的“集团化”，渴望在市场中分得一杯羹（源自资金管理带来的巨额收益）的大型国际金融机构都在乐此不疲地从事买方业务。

区分市场营销公司和管理公司的一个合理角度（显然不是最完美的）是看它们提供基金的数量。数字本身不言而喻，这里要感谢富达投资公司的研究，其研究数据表明，前54家大公司掌握共同基金行业约为85%的长期资产。一方面，其中管理不到15只共同基金的9家公司主导着基金排行榜，表现超越同类对手高达85%（比如说它们的大市值成长型基金vs其他大市值成长性基金，它们的平衡基金vs其他平衡基金等）。另一方面，其他管理超过15只基金的45家公司（平均每家管理52只基金）仅仅战胜同类对手约48%。㊀显而易见，市场营销是以管理成果为代价的。

当我们比较13家私有公司和41家直接由公众投资者持有（7家）或者间接由金融集团持有（34家）的公司所管理的基金时，上述现象也很盛行。由私有公司（1958年前唯一的公司形式）掌管的基金胜出同类基金71%，而由金融集团掌管的基金只比同类基金领先45%（见附录部分的表2-4）。

这样看来，做出以下假设似乎挺合理，即公众持有却由完全无关的管理层运营（管理者甚至根本不把基金独立董事放在眼里）的公司从事基金业务，主要投身于获得资产以及提高品牌知名度，而且更加关心自有资本的收益率而不是由其共同基金持有人所委托的那部分资金的收益率（我们在近期发生的丑闻典型表现中发现了这些）。虽然集团的管理层对公司所有者和基金持有者有明确的信托义务，但记录表明，当涉及

㊀ 具体数字可以参考本章附录里的表2-4和表2-5。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规划基金费用时，管理层会维护本公司的股东，而忽略1940年版《投资公司条例》中的要求：必须站在基金持有人的立场上“成立、运营和管理”基金，而不是站在管理者的立场上。

展望未来

尽管我描述了行业内存在的问题，基金投资者（至少是那些并未抓住近期大牛市行情的投资者）似乎依然对那些提供确定、稳定正收益的基金表示满意，并愿意忽视这些基金产生的无形成本，同时愿意忽视税收，另外，他们似乎喜欢用名义收入而非实际收入思考问题，愿意承担投资时错误择时和误选基金的责任。

让我们展望未来，一个收益率很可能更低的时代，来看看就一个当今年轻投资者的投资年限而言，什么才是他的最佳投资选择。假设该投资者刚刚踏入工作岗位，45年后退休，并开始享受接下来的20年有保障的美好时光，那么整个时间跨度是65年。

如果股票市场在此期间走势良好并提供每年8%的总收益率，如果每年共同基金的费用被控制在2.5%，该基金投资者的年化收益率平均为5.5%。若初始投资1 000美元在无费用的投资产品上，并获得8%的年化收益率，则65年后的财富约为148 800美元，而5.5%的净收益率只能使得累积财富增加31 500美元。事实上，支付给金融体系的费用按照复利计算将高达116 300美元。

该投资者提供百分之百的资金并承担百分之百的风险，最终只能获得21%的回报。而金融中介无须提供资金，也无须承担风险，却可以享受高达79%的回报。甚至仅在第29年，整个投资期（65年）还未走到一半的时候，该投资者为退休积攒的累计收益就开始低于金融中介收取的累积收入了，而且差距会越来越大。如此投资已经着实变质，可当今几乎没有投资者能够意识到简单公式就可以反映的残酷现实，即他们的退休储蓄肯定会遭受损失，同时也很少有投资者理解长期情况下，费用的复利计算是多么可怕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家的财富

如果美国的退休金储蓄体系不是国家财富和经济实力的中坚力量，或许这种减少财富的运算法则没有大碍。但事实上它很重要。我们的公司养老金计划掌握1.8万亿美元的股票和债券，另外各州和地方养老金计划也掌握着2.0万亿美元。个人无保障养老金储备4.2万亿美元，有保障养老金储备1.9万亿美元，政府养老金储备3.1万亿美元，人身保险储备1.0万亿美元，加起来总共10.2万亿美元，接近美国家庭总资产的一半（除现金和储蓄存款）。

自1970年起，美国政策通过提供诸如个人退休金账户（IRA）等免税账户和固定缴费养老金计划、节俭储蓄计划（即401K计划）来增加个人退休储蓄。如今华盛顿当局似乎决定继续扩大这些税收优惠工具的覆盖面，同时增加每个家庭的投资额度。接下来，让我们进一步深入探究这些简单运算的无情规则如何影响我们的“投资社会”，或者你更倾向于称之为“所有制社会”。

显然，从我提供的数据中可以清晰发现，美国家庭的退休金储蓄对于整个国家而言十分重要，所以我们不能轻易把它托付给共同基金行业。无论如何，提供给投资者的税收激励体系尚未有多大成效。只有22%的职工正在使用401K计划，10%的职工有个人退休金账户，9%的职工同时参与上述两个养老金计划。而且，即使税收优惠计划已经走过了30年的历史，401K的平均余额至今也只有33 600美元，个人退休金账户的平均余额为26 900美元，几乎不够养老。

此外，从投资角度来看，固定福利养老金计划到固定缴费养老金计划的巨大转变并没有产生很好的效果。自1990年至今，固定福利养老金计划比固定缴费养老金计划提供更高的收益（前者为144%，后者为125%），而且前者相对于后者具有更小的波动性，在近期市场下滑的年代里，前者仅仅降低12%，而后者降低22%。当然，部分差额归因于固定缴费养老金计划强加给投资者的高费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

养老金计划的简单公式

固定缴费养老金计划应该为退休金储蓄提供稳定的来源，但如果该计划受到冲击，毫无疑问，我们的固定福利养老金计划将会更加不堪设想，不是因为它已经获得的收入很低，而是因为它过度预期其将获得的收入。众所周知，美国公司的财务报表流行对养老金计划的未来收益做出过分乐观的假设。虽然利率下跌，利润增长也不断下滑，但人们对未来的盈利预期却猛增。例如，通用汽车将其盈利假设从1975年的6%调整为2000年的10%。为什么会这样？因为它将此假设建立在“长期历史收益率”上，通用汽车告诉我们，“股票在过去涨得越多，那么在未来也会涨得越多”。令人惊讶的是，市场越是上涨，养老金计划的预期收益增加的也就越多，至少通用汽车的例子就反映了该现象。

说实话，如果美国的共同基金忽略那些简单运算的无情规则，那它造成的错误将远远超过公司预计养老金收益时产生的过失，事实上，国家丑闻和一场灾难已经为期不远。让我们花些精力理解这些无情规则，并分析当今养老金计划的未来收益为多少会较为合理吧。如同通用汽车，也有人假设未来收益为8.5%。根据当今的股息率和名义利润增长率（比如6%）计算，股票投资组合拥有7.5%的收益算是比较合理的。基于国库券和公司债券组成的保守债券投资组合的现行收益率，我们预期债券的未来收益约为4.5%。一旦我们减去预期计划开支（比如1.5%，包括费用、换手成本等），该运算使我们仅仅获得4.8%的净收益率，比总收益（8.5%）的一半稍微高一点儿。我认为，这样的公司要么是在自寻烦恼，要么是试图增加它报告给股东的收入（见表2-2）。

表2-2 实际收益假设：公司养老金计划 (%)

	1	2	3 (1×2)	4	5	6 (4−5)
分类	配置	计划收益	收益影响	总收益	费用	净收益
股票	60	7.5	4.5	6.3	1.5	4.8
债券	40	4.5	1.8			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我追溯通用汽车历史的时候，有人告诉我它曾经使用的投资组合是60%的股票和40%的债券。如今，通用汽车增加了诸如风险资本的另类投资，以及类似对冲基金的“绝对收益”投资品。那么让我们假设这一新投资组合的合理投资比例：⊖30%的股票、40%的债券、10%的风险资本和20%的对冲基金。现在让我们看看该如何做才能达到8.5%的收益率。如果我们保持市场收益率不变，那么股票管理者不得不每年战胜市场3个百分点。若假设风险资本平均收益率为12%，但其高明的管理者可以实现18%的收益率；若再假设对冲基金平均收益率为10%，但其管理者可以实现17%的收益率。那么除去相关费用之后，该养老金才能获得每年8.5%的目标收益率（见表2-3）。

表2-3 赚取8.5个百分点的收益：公司年报模板 （%）

	1	2	3	4	5 (2+3−4)	6 (1×5)
分类	配置	计划收益	价值增值①	费用	净收益	收益影响
股票	30	7.5	3.0	1.5	9.0	2.7
债券	40	4.5	0.25	0.5	4.2	1.7
风险资本	10	12.0	5.5	3.0	14.5	1.4
对冲基金	20	10.0	6.5	3.0	13.5	2.7
					总收益	8.5

①需要产生预期收益率。

暂且不考虑股票管理者明显不能每年战胜市场3个百分点的事实，也不考虑他们将会面临的风险。然后请注意，我们假设的风险资本收益和对冲基金收益甚至远远高于20世纪90年代的历史代表性收益值，那时正是市场疯狂的时候，整个市场因首次公开发行的投机浪潮而分外膨胀。接着，忽略明显难以找到“绝对收益”产品管理者的可能性，这些管理者被要求在十年内始终每年战胜这些历史代表性收益6～7个百分点。毫无疑问，大多数投资专家都会认为这些假设十分荒谬。但又有谁知道呢？

然而，我的观点是并非没有人知道这些假设。毕竟，假设仅仅是假

⊖ 该话题有很多变量，然而考虑到空间，我只选择了一个。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设而已。相反，我的观点是每家公司的年报中应该向股东提供类似于表2-3的简单表格，这有利于股票持有人对制定养老金预期收益假设时所依赖的计算方法的合理性做出正确的判断。我会优先看财务报表中的这部分内容，同时我也希望谨慎的研究人员将其直接纳入公司管理分析，并考察相关的假设。公司董事会很少会考虑到这些假设，但股东必须重视它们。

固定缴费养老金计划的前景不容乐观，固定福利养老金计划的未来也让人担忧，它所面临的挑战极为可怕。摩根士丹利著名会计专家特雷弗·哈里斯（Trevor Harris）等人在其近期的一篇报告中指出：

> 多年以来，养老金错误定价成本、资金缺口以及关于死亡和退休过度乐观的估计导致承诺和资源（用以实现承诺）之间的经济失衡。整个公司固定福利养老金计划大约有4 000亿美元的资金缺口，州和地方政府的固定福利养老金计划更是有约1.2万亿美元的资金缺口。这些缺口将耗尽许多赞助商的营收业绩，并且威胁固定福利系统本身，尤其当市场无法实现高收益或者利率持续走低的时候。[一]

我们是该将这些简单运算的无情规则运用到个人养老金系统以及政府养老金系统了，就如同我们必须将其应用到家庭的退休金储蓄中，而不论退休金储蓄是直接投资于共同基金还是固定缴费养老金（这些运算法则也适用于社会保障和有关私有化的问题，但这不是我们今天要讨论的话题）。

相对优势和集体优势

我想以我今天评论的基本要点作为结尾：“相对优势”和“集体优势”的不同。我曾经读过的知名金融期刊中有绝大部分（有时候我甚至认为几乎全部）都和我所谈论的“相对优势”有关，如无效率市场的资

[一] Richard Berner and Trevor Harris, “Financial Market Implications of Pension Reform,” Morgan Stanley Research, Global Economic Forum (January 18, 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本化相对于整个市场的资本化有更好的成效，或是相对于我们的专业对手获得竞争优势。但因我们在封闭的市场环境中做交易，而且不能交换任何收益，于是市场本身会为我们提供帮助，只不过我们因自有优势而从市场上获得的每一美元都来自于其他所有市场参与者因其劣势而损失的一美元。

就现状而言，这很好。然而，近期《纽约客》的一篇文章写道："如果我属于中庸之才会怎样？然而假若贝尔曲线成为事实，那么大多数投资者都将成为中庸之才。""成为其中一员没什么值得羞愧的，不是吗？但事实上人们会感到遗憾。不知道为什么，使人们感到困扰的不是加入中庸之才的队伍，而是满足于该现状。对绝大多数人而言，属于中庸之才是我们的命运。"⊖然而，在资金管理的世界中，我们在剔除费用之前达到了平均水平，而在减去费用之后就输给市场。或许我们想否认这个简单运算的无情规则，但是我们做不到。换句话说，费用将我们整条贝尔曲线移向左边。

我们当中没有人想成为庸才，大家都力图战胜市场，并且彼此间的竞争在一定程度上可以增加交易量从而提高市场的流动性和效率。市场效率继而又使得我们接近另一个世界，在这个世界里有效市场假说成为永恒不变的真理。当然，巨额的交易费用填满了华尔街金融中介机构的腰包。但如果某既定基金策略保持其未知性和持久性，那么这家公司将会吸引更多的资金，并将费用从其对手的口袋转移到自己的口袋中。这类成功甚至可能允许该公司收取更高的费用，从而增加它的咨询费用收入，同时减少所有投资者的净收益。

因此，若我们知道所有狂热的投资行为只是为让彼得获益，却以牺牲保罗的利益为代价时，很可能会感到痛苦。德国伟大的哲学家康德十分蔑视类似行为，他在康德定然律令中指出，我们必须"使得我们推广自己的行为时不产生自相矛盾的现象"，然而我们最优秀、最聪

⊖ Atul Gawande, "The Bell Curve," *New Yorker*, December 6, 2004, 82-91.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明的大师们在这个零和游戏中相互博弈，最终结果却是使游戏变成了失败者的游戏。

沃伦·巴菲特的合伙人查理·芒格虽然有些暴躁，但很聪明，他对于大量优秀人才投入投资管理领域的现象感到不安，“大多数赚钱的行为都具有深远的危害社会的影响。当高费用模式越来越流行的时候，这些赚钱行为就会加重现有的不利趋势（即越来越多合乎伦理的年轻专业人士被吸引到获利丰厚的资金管理行业以及随之而来的现代冲突中，而在其他行业工作的话，他们可以为别人提供更多的价值）”[⊖]。正如芒格先生所说，就客户利益而言，赚钱领域中不会增加其收益，而只会减少其收益。

亚当·斯密的“无形的手”或许给予少数资金管理者一些竞争优势，但它并不能改善所有投资者。然而我们有能力做到这一点，可以通过建立集体优势为所有投资者提供价值。增加所有投资者的收益应当是社会本身的一个至关重要的目标，至少对于我们所有制社会而言十分关键。如果资本主义继续兴旺发达，我们则应该为近期管理者拥有超过所有者拥有的资本而感到担忧，该现象不仅仅发生在美国实业界，还发生在投资界——资金管理领域。只要赚钱行为将收益从平常人手中转移到天才手中，从运气不佳的投资者手中转移到运气颇佳的投资者手中，或者从天真相信资金管理体系的投资者手中转移到依靠该体系赚钱的人手中，就会拥有“深远的危害社会的影响”。那么，使得资本主义更好地为股东服务，同时在风险不变的情况下增加股东收益的行为会有“深远的利于社会的影响”吗？

我们的中介社会

美国投资界以“重塑世界”为理想目标，但是这个理想和现实之间一直存在着两股强大的力量。其一就是金钱，投资管理所带来的利润是

⊖ Charles Munger, speech before the Foundation Financial Officers Group, Santa Monica, California, on October 14, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此丰厚，以至于金钱本身变得如梦如幻，使得我们无法自拔地陷入其中。第二种力量或许更加强大，那就是投资者依赖金融中介机构保护他们的利益。然而，我们可能自以为生活在一个“所有制社会”（即使这距离我们还很遥远），但随着时间的流逝，那些创造财富的公司实际所有者已经越来越少。

事实上，我们生活在一个“中介时代”，在这个时代里财富的最终所有者（主要是共同基金持有人、政府机关受益者以及私人养老金计划），都不得不依赖他们的受托人，希望其受托人能够忠诚对待自己的财富。但这种代理委托关系很少存在，原因在于管理者和投资者之间此消彼长的金钱买卖关系，管理者拿得越多，留给投资者的就越少。如果最终所有者和受益人的数量从现有的一亿继续增加，并且共同要求他们的受托人为他们提供优秀的管理服务（这看起来真的很复杂），那么美国投资界就会有所改观（至少会好些）。

所以，我们需要改变，不仅仅是费用和金融中介机构的收费结构，还有这种信托关系本身。倒退到1928年，纽约首席法官本杰明·卡多佐（Benjamin Cardozo）曾说：

> 很多在日常工作生活中被允许的举手之劳，在受到信托关系限制的世界中是明令禁止的。受托人必须要有比市场道德更为严格和苛刻的准则约束……也正因为如此，一种根深蒂固的传统才得以诞生……不只是诚信，还有细节上尊重那些敏感的东西，都是行为准则……只有这样，信托行为才能够维持在更高的水平上。

“下一个前沿”

最后，不得不提的是，当我开始全神贯注写作时，我瞥了一眼最新一期的《金融分析师》杂志，它包含我所讲述的共同基金行业在过去60年内的变迁故事。当然，最吸引我的是基思·亚巴谢尔（Keith Ambachtsheer）的一篇很有见解的文章《超越投资组合理论：下一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前沿》。[⊖]

文中指出投资领域的下一个前沿是："通过系统工程学为投资者创造更好的产出，但这真实吗？"他对此表示质疑，并且建议我们应当更多地关注信息理论，这是有关投资成本的学问，比如代理学说，也就是经理/代理人在为他们的投资者/委托人做决定时所面临的经济利益冲突。他凭借降低中介费用以及为客户和受益人服务就是"金钱创造价值"这一理念为投资者寻找"更好的回报"。我真不知道该如何表达我的感激之情，谢谢他站出来并支持我这篇文章的核心思想。

这是亚巴谢尔对我难以置信的肯定（我担心自己并不足以拥有这样高度的评价），他肯定了我在澄清上述争议时所做出的努力，其实过去50年以来我一直努力为自己的理论寻找强有力甚至有些许争议的论据。用他的话来说就是"以过高的成本创造过低的价值"，用我的话说就是"永远不要花费这么多去做那么少的事情"。这30多年来，把先锋打造成一个真正的共同基金花费了我很大的精力，它为新型金融中介（为投资者提供市场水平的回报）的诞生奠定了基础。如果我不是亲自经历了这些，我今天根本不会站在这里讲这些话。

这曾经是完美的一幕，使我们有能力控制成本并且努力争取更好的表现，把为客户提供服务放在首要位置上，并把风险得到充分分散的指数化、规格化债券管理作为我们收益增长的驱动力。我们拥有的共同基金资产的市场份额在过去23年里从1981年的1.8%增长到今天的10.5%。我希望你没有认为我在自吹自擂。这只会又把我带回今天开始时讨论的话题，正如熊彼特告诉我们的，"成功的创新不是超群的才智，而是人的愿望"。基金行业至今依然没有达到如先锋集团的创新水平，那么去问它会不会如此创新就显得多余。然而，我今天要告诉你的，就是简单算术的无情规则将伴随受托一词本身的含义，继续与我们的投资者共进，并使得他们的收益达到市场平均水平。提前接受警告才能赚到。有备无患！

⊖ Keith Ambachtsheer, "Beyond Portfolio Theory: The Next Frontier," *Financial Analysts Journal* 61, no.1 (January/February 2005): 29-33.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录

表2-4 营销还是管理：相对收益对比基金数量

（提供15或者少于15只基金的公司加了阴影）

公 司	平均加权超额表现[①]（%）	基金数量
Dodge &Cox	98	4
First Eagle	97	5
Calamos	91	8
So.Eastern/Longleaf	90	3
American Funds	79	26
Royce	79	14
Harris Associates	77	7
Vanguard	76	75
PIMCO	76	51
Franklin Templeton	71	100
T.Rowe Price	71	72
Janus	70	21
ING	69	60
Nuveen	65	36
American Century	64	54
WM Advisors	64	15
Davis	62	7
Fidelity	62	207
Waddell &Reed	61	45
USAA	61	31
Oppenheimer	60	48
MFS	59	61
Prudential	59	49
New York Life	58	22
US Bancorp	57	37
Columbia Mgmt	56	72
AllianceBernstein	55	57
Banc One	54	36
Neuberger Berman	54	14
Lord Abbett	53	27
Scudder	52	65
Van Kampen	52	43
Federated	52	37
Evergreen	51	57
Citigroup	50	57
Wells Fargo	50	39
Eaton Vance	49	73

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司	平均加权%超额表现[1]	基金数量
Morgan Stanley Adv	49	50
Goldman Sachs	49	34
The Hartford	48	33
Putnam	47	54
John Hancock	47	35
Dreyfus	45	126
Delaware	44	56
Strong	44	42
Thrivent Fin'l	44	25
Trusco Cap	43	24
Merrill Lynch	40	58
Aim	39	62
Nations Funds	38	42
American Exp	37	60
BlackRock	36	32
Pioneer	33	24
JPMorgan	32	38

	至多15只基金		超过15只基金	
总结	表现[2]	基金数量	表现	基金数量
（平均）	77%	8	48%	52

① 超过10年。
② 超额表现数据经过调整，因为富达研究没有考虑首发费用和B等份额。

表2-5 私有还是联合：相对收益对比组织架构

（私有公司加了阴影，公众持有公司为斜体，集团为罗马字体）

公司	平均加权%超额表现[1]
Dodge &Cox	98
First Eagle	97
Calamos	91
So.Eastern/Longleaf	90
Royce	79
American Funds	79
Harris Associates	77
PIMCO	76
Vanguard	76
T.Rowe Price	71
Franklin Templeton	71
Janus	70

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公 司	平均加权%超额表现[1]
ING	69
Nuveen	65
American Century	64
WM Advisors	64
Davis	62
Fidelity	62
Waddell &Reed	61
USAA	61
Oppenheimer	60
Prudential	59
MFS	59
New York Life	58
US Bancorp	57
Columbia Mgmt	56
AllianceBernstein	55
Banc One	54
Neuberger Berman	54
Lord Abbett	53
Van Kampen	52
Scudder	52
Federated	52
Evergreen	51
Wells Fargo	50
Citigroup	50
Goldman Sachs	49
Morgan Stan Adv.	49
Eaton Vance	49
The Hartford	48
John Hancock	47
Putnam	47
Dreyfus	45
Strong	44
Delaware	44
Thrivent Fin'l	44
Trusco Cap	43
Merrill Lynch	40
Aim	39
Nations Funds	38
American Express	37
BlackRock	36
Pioneer	33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司	平均加权%超额表现[1]
JP Morgan	32

总结

金融集团				公众持有			
表现[1]	公司	平均基金	资产（万亿美元）	表现	公司	平均基金	资产（万亿美元）
45%	34	47	1.6	60%	7	55	0.6

私有

表现	公司	平均基金	资产（万亿美元）
71%	13	34	1.3

① 超额表现数据经过调整，因为富达研究没有考虑首发费用和B等份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第3章

泄密的图表[⊖]

埃德加·爱伦·坡所著的《泄密的心脏》中第一句就写道："真的！很紧张，我从来没有这么紧张过……但是你会觉得我疯了吗？"我承认当自己在投资者面前处理那些我内心不大敢做的事情时，我会有一些紧张。在我长期的投资生涯中，我任何一次成功的关键都源于上帝给予的常识，让我足以认识简单化的重要性。然而，我明白要找到简单化这一无价之宝，往往需要经历一连串的复杂程序。我现在所要介绍的这个复杂话题就是均值回归；同时，简单化之妙在本章中也会得到很好的反映。

《泄密的心脏》讲的是一颗从不停止跳动的心脏（有点像我的一样）。即使心脏的主人死去，如同埃德加·爱伦·坡所描述，它依然像"棉花包裹着的手表"一样鼓动着，并且愈加清晰。均值回归（盛行于金融市场的地心引力定律）从未停止发挥作用，尽管它几乎无规律可循，但却始终存在，从不失效。对于市场各行业的投资收益、被管理投资组合的收益，甚至是市场本身神秘的收益率，都将随着时间的流逝最终回归到

⊖ 基于2002年6月26日在芝加哥晨星投资论坛上的一次演讲。考虑到演讲日期至2010年中期之间的变化，图表以及相关数据已更新，用楷体字呈现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某一种标准。

均值回归的六种形式

今天我将会讨论均值回归如何帮助我们理解金融市场，以及我们该如何成为更加成功的投资者。首先，我讲的是市场各行业的均值回归，并且侧重于先讲大盘股和小盘股，然后是成长股和价值股。其次，我会转到那些最近入选标准普尔500指数的与全美股票市场收益的均值回归。再次，我也会谈到有关股票共同基金相对于市场收益的均值回归。接着，我会提到均值回归在我们所熟知的“切片和切块组合”收益上的体现，也就是采用通过系统性增加在某些行业的权重但本质上仍是多元化的投资策略来追求超过市场的收益。最终，我将检验股票市场的收益本身是否回归到某种均值。

要为你们提供这一系列信息，我至少得展示11张图表。这是一个非常艰巨的任务，但是当我在考虑如何处理那些极为类似的展示均值回归的图表时（那些不规则的、回归以前上上下下围绕某个均值的波动）我总结了六点，我想你会明白我所说的逻辑。那些描绘出回归均值的投资现象的“泄密的图表”将在每个例子中重复出现。当我介绍完，我希望你可以理解并分享我的结论：最成功的投资者将尊重均值回归法则本身的力量。

让我从批评那些被普遍夸大但也是人们看待长期投资非常典型的方法开始。比如我们常常听到“小盘股每年跑赢大盘股2个百分点”，并运用至整个历史阶段（自1926年到2002年）。或者某只神奇的基金“在其成立年限内每年跑赢市场8.5%”。或者“股票提供了高于债券的收益”。每一个例子都不曾承认这些对比只是基于某一个时期，而且这一时期的起始时间和时间长度都是可以选择的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均值回归：大盘股和小盘股

如小盘股在长期内会跑赢大盘股这一原则一样，极少有投资原则不受争议。这里我们可以获得的数据在该观点上是明确的：自1928年起，芝加哥大学证券价格研究中心的研究结果表明，小盘股可以提供12.5%的年化收益率，而大盘股则为10.8%。此外，在74年的时间里，长期的复利使得收益差异变得极为可观；每投资到小盘股上的1美元最终都翻番到6 000美元，而投资到大盘股上的1美元则仅仅增长到2 000美元。当然，我们也需牢记，小盘股需要承担更高的风险（标准差分别为30%和22%）。但在对风险进行调整后，大盘股的年化收益率上升到12.9%，高于同期的小盘股，所以绝对不要忽视风险。

这一令人印象深刻的图表，就如火辣的比基尼泳衣，隐藏的远比展示出来的更多。我将极力劝你不要轻易相信那些没有转换成图表的结论，而这些图表通过简单地将某一组数据的累计收益除以另一组数据得以修正——在这里，我们用大盘股获得的收益去除小盘股的累计收益。然后我们可以发现，我们将得到一组在长期不断向均值回归的序列。事实上，小盘股在前面18年具有领先的收益；然后1945～1964年，大盘股收益（14.2%）相对优于小盘股收益（11.7%）；自1968年起，小盘股又跑在前面（分别为32.0%和11.0%）；1973年以后大盘股重回赢家的位置（分别是2.5%和-10.8%）；1983年起是小盘股，1990年后是大盘股等。总体来说，这种往复抵消了彼此的相对优势，自1945年算起小盘股和大盘股的收益基本均衡（12.7%和13.3%）。所以问问你自己，那些声称小盘股收益更好的言论是不是在长期站得住脚。到2009年年底，二者的收益分别是：大盘股10.2%，小盘股12.2%。这一比率在2004年上升到4.2，2009年以历史记录4.4收场，但事实上30年以前也曾达到过这一水平（见图3-1）。

如果数据是准确的，那么重建过去某一部分的收益水平就不是难题，尤其是对那些小盘股来说。问问你自己，交易成本是否已经准确计入（甚至是否计入），生存者偏差是否存在。把上述问题加在一起，就可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质疑任何所谓严谨的学术研究。即使它们是有根据的，也问一下自己是否愿意为这个游戏多承担40%的投资风险。

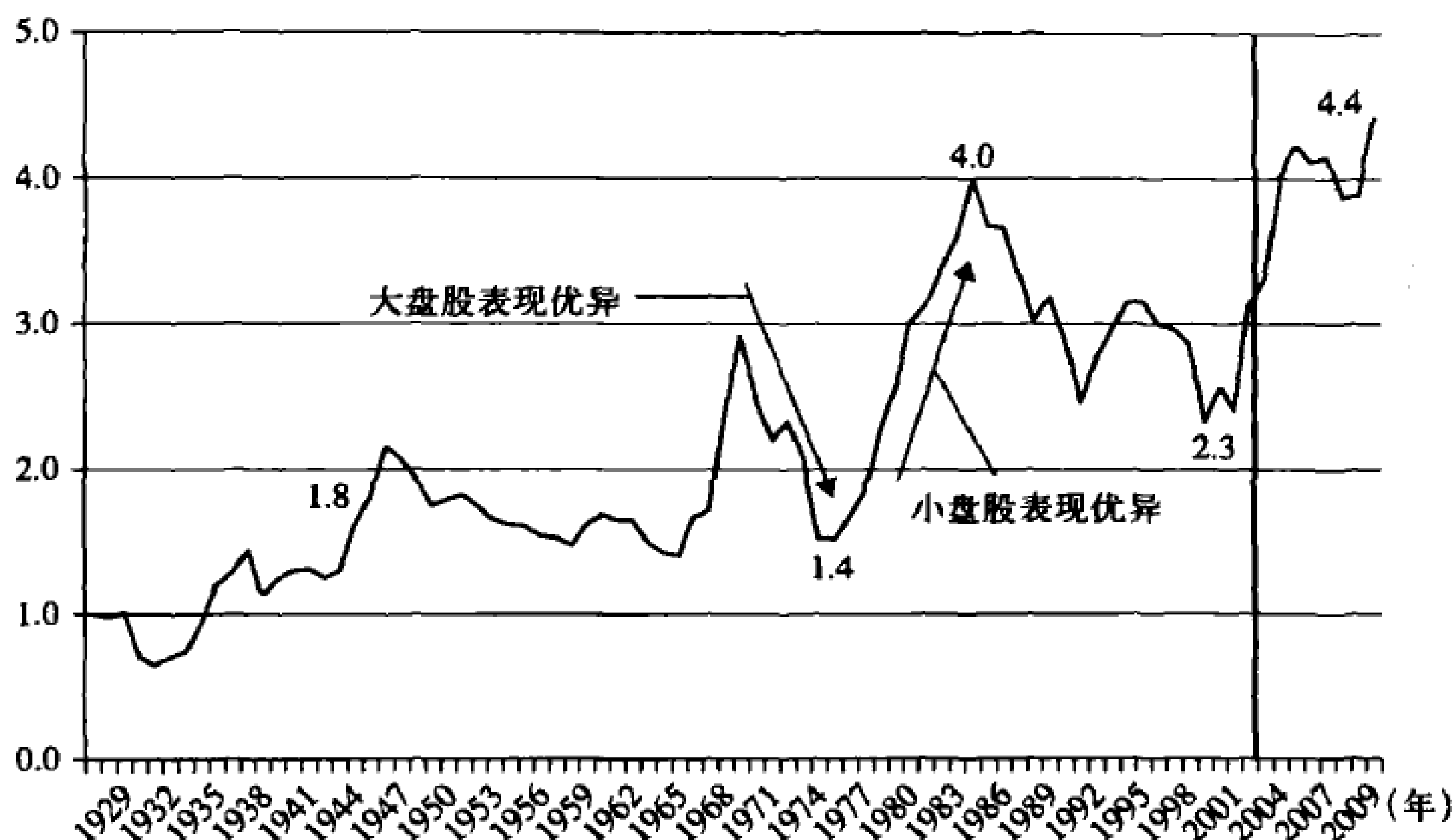


图3-1 均值回归：小盘股对比大盘股，1928～2009

说明：累计收益：小盘股/大盘股。

最后，再问一下自己在现实的投资世界中，这些指数在多大程度上是可供投资的。投资本身需要钱，这是老生常谈且众所周知的事情，股票市场的所有投资者在扣除金融中介费用之前可以获得市场收益，但实际获得的小于市场收益。正如我们提到的，如果采取投资小盘股策略的成本每年超过投资大盘股的成本1%或者更多，那么即使按照数据显示的这种所谓的长期占优策略，我们获得的成功也是代价巨大的。

均值回归：价值股和成长股

我并不是在那些诸如数据的准确性、风险和现实世界成本这些问题上反复讨论。但是它们当中的每一个都将在下一个部分中出现，即对价值股和成长股的讨论。[⊖]这里，长期来看的差异比大小盘股收益差异更加明显：大盘价值股自1928年以来的收益是12.2%，大盘成长股为9.6%，

⊖ 这些图表的数据由达特茅斯学院的肯尼思·弗伦奇教授和芝加哥大学的尤金·法玛等诸多著名人士研究提供。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差异达2.6%。这些收益的复利效果将更加明显，1美元初始投资的终值：价值型为5 100美元，成长型为900美元。当然，更高的风险（价值股的标准差为27%，成长股的标准差为20%）也可以解释部分的收益差距，但即使是经过风险调整后的成长股投资收益11.2%，也仍然落后于价值股收益1个百分点。这些数据令人如此惊讶，以至于人人都会说：足够了！2009年全年，大盘成长股的年化收益为9.1%，而大盘价值股为11.2%。价值股在经过了极其恼人的2008年后，这一比率下降到5.0，低于2006年达到的高位7.2，接近25年前达到的峰值6.5（见图3-2）。

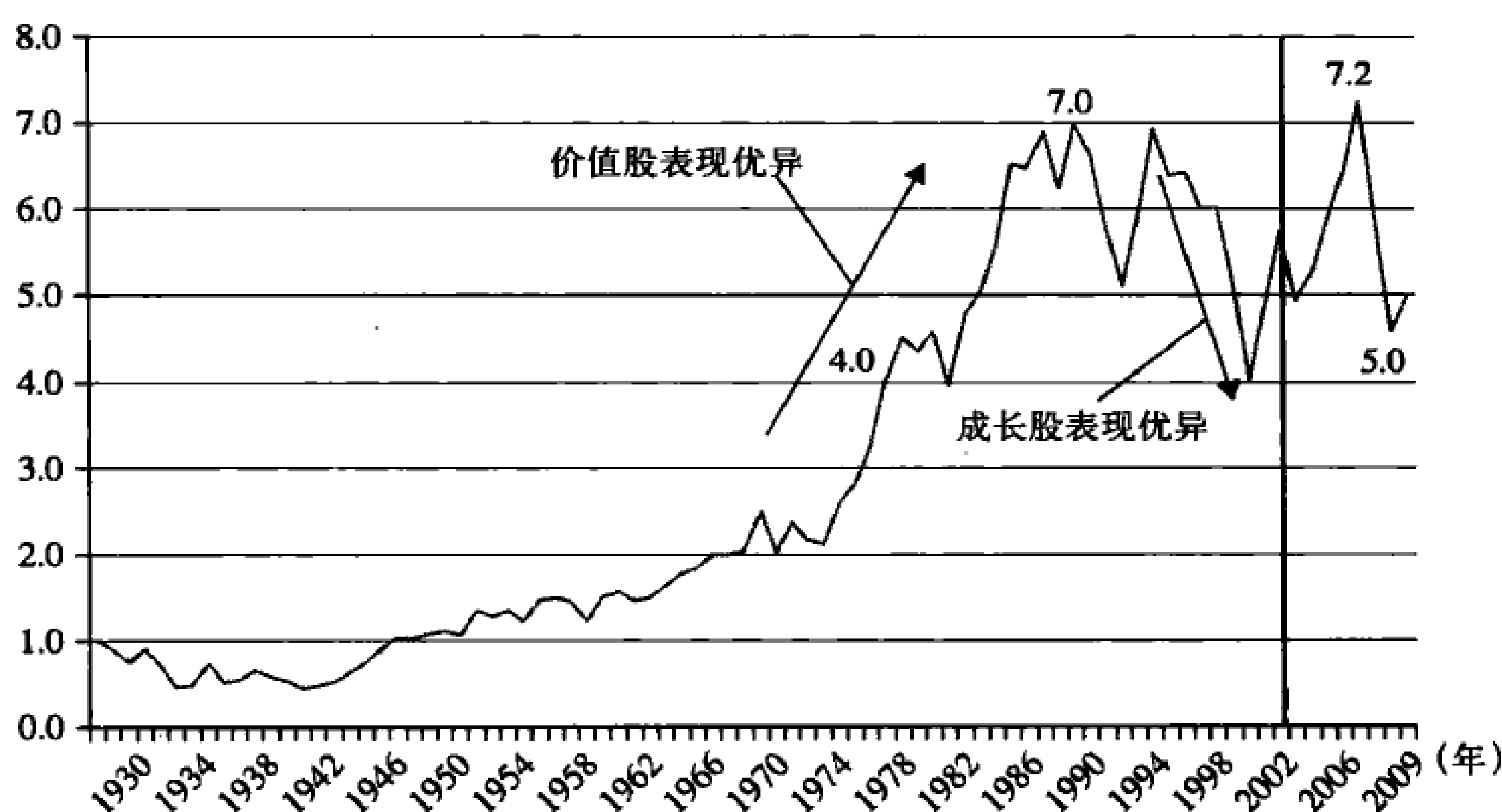


图3-2 均值回归：大盘价值股对比大盘成长股，1928～2009

说明：累计收益：大盘价值股/大盘成长股。

但现在让我们回到那些“泄密的图表”中去，仔细审视过去的记录。虽然均值回归在早期并不十分明显，然而我们可以看看后来发生了什么重要的事件。令人惊奇的是，在第一个27年里，没有什么重要事件发生。成长股在第一个12年里还多多少少跑赢了一点，但在下一个11年里，价值股成为赢家，而在这之后的1961年，两种策略提供的收益基本相同（16%）。自1968年起价值股再次领先，接着经过4年的低迷直到1977年，又停顿四年，在1988年开始猛涨。然后就是那轮大牛市，在1999年成长股远远领先价值股（21%和16%）。这种尖锐的两极分化紧跟着的就是急

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剧的均值回归，成长股在2000～2001年收益为-28%，而价值股则比这一数据少1%。均值回归原则再一次发挥作用！奇怪的是，在整个1984年到2001年，成长股（15.3%）始终相对于价值股（14.4%）保持着微弱的领先优势。

当然，我所展示出来的数据代表了市场板块收益统计重建的结果。所以，我将不再检验抽象的投资组合，而是对现实世界中存在的成长型和价值型基金进行检测。可获得的数据自1937年开始，大体的形式与弗伦奇-法玛研究类似，但是进行严格的二分。长期来看，成长型共同基金的平均年化收益率（11.6%）超过了弗伦奇-法玛大盘成长型股票（11.2%），而价值型共同基金的收益率（11%）远远落后于弗伦奇-法玛价值型投资组合15.2%的收益，可能这是由于弗伦奇-法玛价值组合的风险超过价值基金45%。然而，成长和价值混合型的弗伦奇-法玛组合年化收益率超过混合型基金达1.9%，这也是一个很好的对共同基金的成本所做的估计。所以投资者不应当忽视那些策略执行时的成本，毕竟学术上的研究在现实世界中不能被精确复制。

这种价值股和成长股间明显的相对收益差异存在的原因可能是价值型投资经理很少基于我们分类指数所采取的统计学方法去划分成长股和价值股（如PB），而更多地基于其他因素。但是在任何情况下，成长型和价值型指数的统计结果的准确性都是基于它们所包含的股票范围。比如说，标准普尔/Barra成长型指数。基于相对的PB倍数，这一指数囊括了标准普尔500指数股中权重的50%作为成长股。当20世纪90年代它们的股价飞涨时，1999年该指数中的成长型股票数目从220锐减到106，114只成长型股票被划分到价值型股票指数中去。然后，当成长型股票股价暴跌时，51只价值股又回到了成长型指数中，致使这一数字上升到157，而且目前仍在增加！伴随着我们近期看到的这些巨额资产减值，很多过去的成长型股票被重新划分为价值型股票。因此，管理费用和指数本身构成上的不同都应当使我们在将抽象的数据应用到真实世界时加倍谨慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何情况下，都请将我归到那些拒绝接受投资价值型股票策略超过成长型股票策略的人群中去。我曾因为自己的观点而遭受严厉指责，但我也因最近一次投资会议上法玛博士和一位与会者间的交流而感到欣慰。那个参与者问："您将对那些聪明的、如同博格一样通过对同样的数据进行计算，并得到不存在所谓大小或者价值优势结论的人们说些什么呢？"法玛博士回答道："他们距离衰落有多远？如果我离得足够远的话，我也看不清……无论你的观点是否倾向于价值股，你最终都会承担相应的风险……市场组合总是有效的……对于大多数人来说，市场组合是最明智的选择。"

市场组合下的均值回归

正如法玛博士所说，我相信市场组合是最明智的选择。它不需要你判断自己做出的决定；同时，它降低成本，提高税收效率，避免你在市场的历史数据中刻苦钻研，去探明为什么数据会是那样。当你接受这些数据，你不得不判断这种过去展现出来的模式是否会在你的投资期内保持下去。

短期来看，全市场的组合与三个世纪前帕斯卡提出的"上帝存在论"在观念上的争议是一致的。如果你赌"上帝"存在，那你就会因舍弃一些诱惑而承担一部分微小的成本，过上一种具有精神意义的生活，但这是你损失的全部；如果你赌"上帝"不存在，并屈服于你受到的所有诱惑，那你将永远生活在压抑之中。帕斯卡总结说，结果比可能性更重要。股票市场也有类似的道理，如果你赌市场有效并持有市场组合，你将获得市场收益。但如果你赌市场无效并认为市场是错误的话，那结果就会变得很痛苦。为什么你非要冒失去市场收益的风险呢？这些收益就在那儿等着人们赢取，而在长期却很少有人获得。

我们面临着如何定义市场组合的难题。27年前，当我成立第一只指数基金时，标准普尔500成分股指数被认为是较为适合的市场组合。当然这仅仅代表市场的80%，不过当时很少有其他指数可供选择（追溯到1970

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，那时的威尔夏5000全市场指数还鲜为人知而且未经核实)。今天，威尔夏已经被广泛接受和使用，它作为全美股票市场代表的准确性已经得到芝加哥大学证券价格研究中心和弗伦奇-法玛的共同认证（数据自1926年起)。三个指数间的相关系数差不多达到0.999，所以很少有人对它们的准确性提出质疑。一只全市场指数基金是投资美国股市的最佳方式。

现在，我必须把话题转回来，为绑定标准普尔500指数的基金进行辩护。虽然标准普尔500指数遭到《晨星》(《500指数基金正在失去其吸引力》)、《财星杂志》(《标准普尔500指数在被操控吗》）以及《机构投资者》(《标准普尔500时日不多了吗》）等媒体的严厉责难，但我可以回答这些问题，“不”、“不”、“不”。这些批评有些过头了。诚然，大盘股在标准普尔500指数里权重很高，但这就是美国股市。诚然，在这个巨大的泡沫中，标准普尔500指数过分高估了科技股，但这依然是美国股市。诚然，近年来很多大型科技股加入标准普尔500指数在现在看起来很荒谬，然而这些公司已经成为市场的主力。诚然，它的组成成分伴随时间有着实质性的变化，但投资者的投资组合也在变化。诚然，这标准普尔500只股票直到1955年才成为标准普尔500指数成分股。当标准普尔500指数在1926年设立时，它只包含90只成分股。从上述这些方面来说，500指数是一个有缺陷的指数。但对所有的指责而言，标准普尔500指数真的管用。

最为重要的是：即使存在一些现实的或者你可以想象得到的缺点，标准普尔500指数依然是全美股票市场收益的典型代表，而且，其自1926年以来的年化收益率为10.7%，这已经超过10.3%的市场收益率。但是另一个“泄密的图表”警告我们不要去看标准普尔500指数的超额收益，1926～1932年整体的超额收益是呈上升趋势的。之后，标准普尔500指数的年化收益为12.2%正好等于整个市场的收益。整体来说，均值回归效果在这里显得比较小，几乎微不足道。诚然，当那些大盘股占优时，如1982～2000年的牛市，标准普尔500指数也将占优。诚然，当小盘股占优时（如1975～1980年)，标准普尔就会落后。既然标准普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔指数代表75%以上的市场份额，那么怀疑它在未来不会继续向市场均值回归就显得有些天真。从“泄密的图表”中我们还可以学到：标准普尔500指数基金的投资者们在更换标的并转向市场组合时不需要感到是被强制的，尤其当这样做会带来资本利得税时。从长期看，标准普尔500指数将继续像往常一样跟踪市场。标准普尔500指数在2009年的年化收益率是9.8%，全股票市场收益率是9.5%。由于小盘股和中盘股表现超过标准普尔500指数，这一比率从1.4左右变成1.2，迅速向均值回归（见图3-3）。

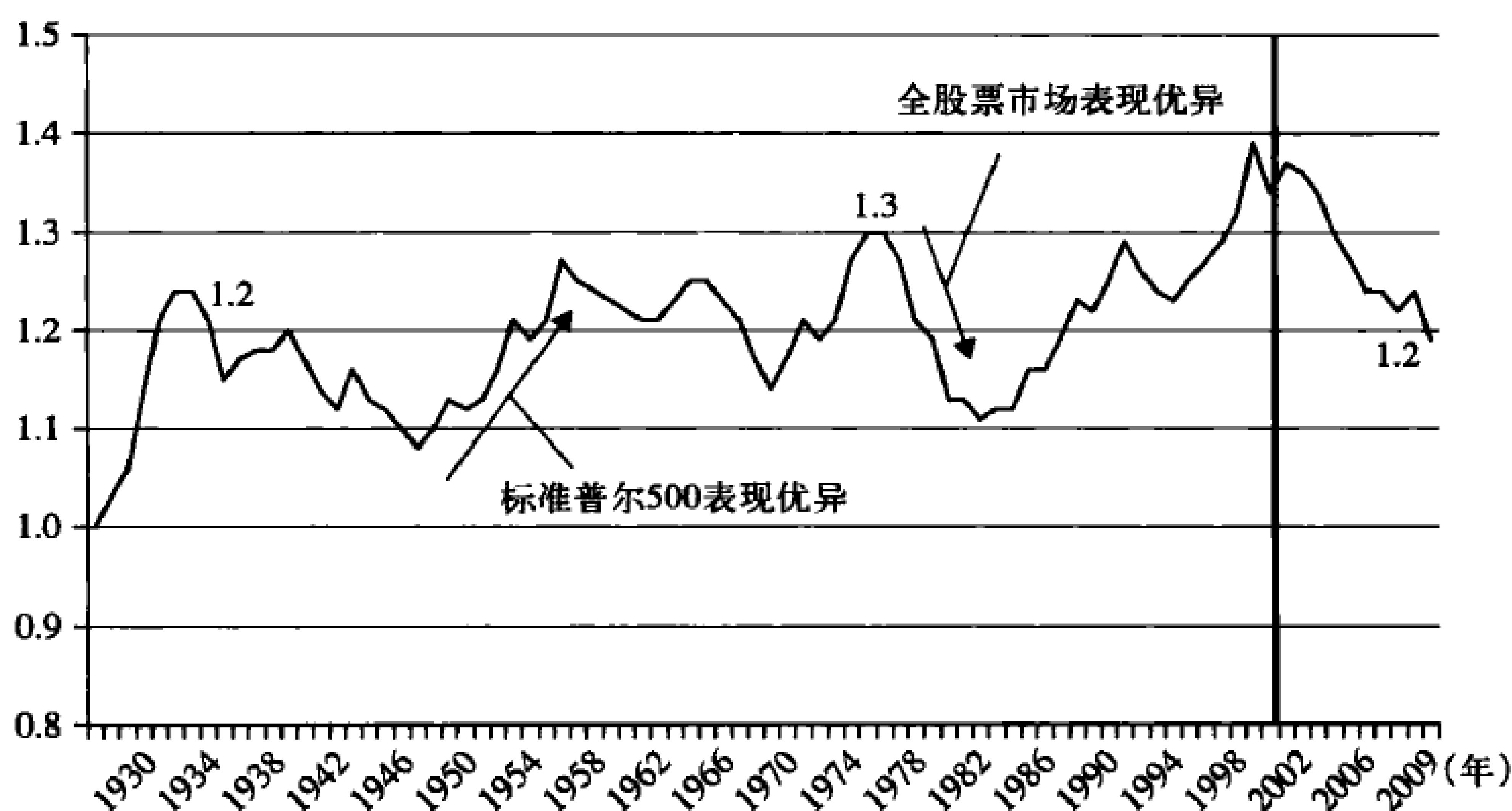


图3-3 均值回归：标准普尔500对比全股票市场，1927～2009

说明：累计收益：标准普尔500/全股票市场。

股票型共同基金中的均值回归

“泄密的图表”也帮助我们观察和发现均值回归原则在共同基金收益上的重要意义。除了基金本身的长期收益记录，我们还可以从其与市场收益率相关联的图表中学习到更多的知识。想想美国最有名的共同基金的成功经历，我称之为“神奇基金”，因为它的长期收益记录很可能是我们目前知晓的最佳记录。该基金成立于1964年，年化收益率达到19.7%，超过标准普尔500指数8.5个百分点。结论：如果初始投资1万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，其间所有的分红进行再投资，那么2002年年初获得的将是930万美元！而同样投资到标准普尔500指数上的资金仅获得56万美元，这听起来像是奇迹，但它的确是事实！

现在让我们把这些数字转换成均值回归图表。正如大多数的基金一样，其在早期的资产规模比较小，或者还未曾对公众开放，于是收益记录显得很惊人。1964～1981年，“神奇基金”的平均年收益为22%，这让标准普尔500指数年均9%的收益率无地自容，但当它在1981年首次对公众开放后，暴涨到市场收益率的10倍。在之后的五年内，它几乎达到市场收益的14倍。即使它旗下资产增加到数十亿美元、百亿美元甚至超过300亿美元，它仍然可以获得超高的收益，在1993年达到市场收益的19倍。

对于这种极高的业绩，均值回归成为一种必然性，并随着这只基金越来越大而逐渐加速，它的投资组合不可避免愈加市场化。1993年，游戏彻底结束。1997年，基金损失了1/6，然后就基本上与标准普尔500指数同步。“泄密的图表”也告诉我们（见图3-4），该基金的收益率曾经与标准普尔500指数完全一样（都为14%）。事实上图3-4也暗示我们，“神奇基金”目前也已变成了封闭基金，它过去魔幻般的投资纪录已经远去。然而，这些魔幻般的图表仍然清晰显示，诸如十几年前一样，过去的规则不断在变化。2009年全年，差距继续缩小，该基金的收益率为16%，标准普尔500指数收益率为9.5%。由于该基金相对于标准普尔500指数的收益比率为14.4，类似于1983年，其均值回归仍在继续。

我会再给出两个均值回归图表来证实“泄密的图表”在描述个别基金投资收益记录上的重要意义（见图3-5和图3-6）。现在回想起来，这样的图表可能可以保护基金投资者在最近的那次泡沫中免受因错误选择基金品种而遭受的洗劫。这是一只管理优良、低成本、价值导向的股票基金。即使它采取低风险策略，可以在1986～1997年的大牛市中很好地跟踪市场，仅仅落后于那些科技股。但当翻转的那天到来时，它便会显示出它的防守特点。另一只基金相反：一只激进的成长型基金在这一阶段的早期并不引人注目，但在1991～1995年因为它的高风险而暴涨。但吸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引大量资金后，其在1996～1998年出现严重问题，并且只在1999年出现了最后一次的上涨。随之而来的是泡沫破灭，这只基金也跟着衰败。记住，更高的风险不一定代表更高的收益。这些图表可以帮助投资者避免经历最近的泡沫。大规模的成长型基金还未从1995～2002年的创伤中恢复，就在2009年几乎被吞并而三振出局。但大规模的价值型基金比率从2001年1.3升至2006年的1.7，仅在2009年下降到约为1.5的水平。

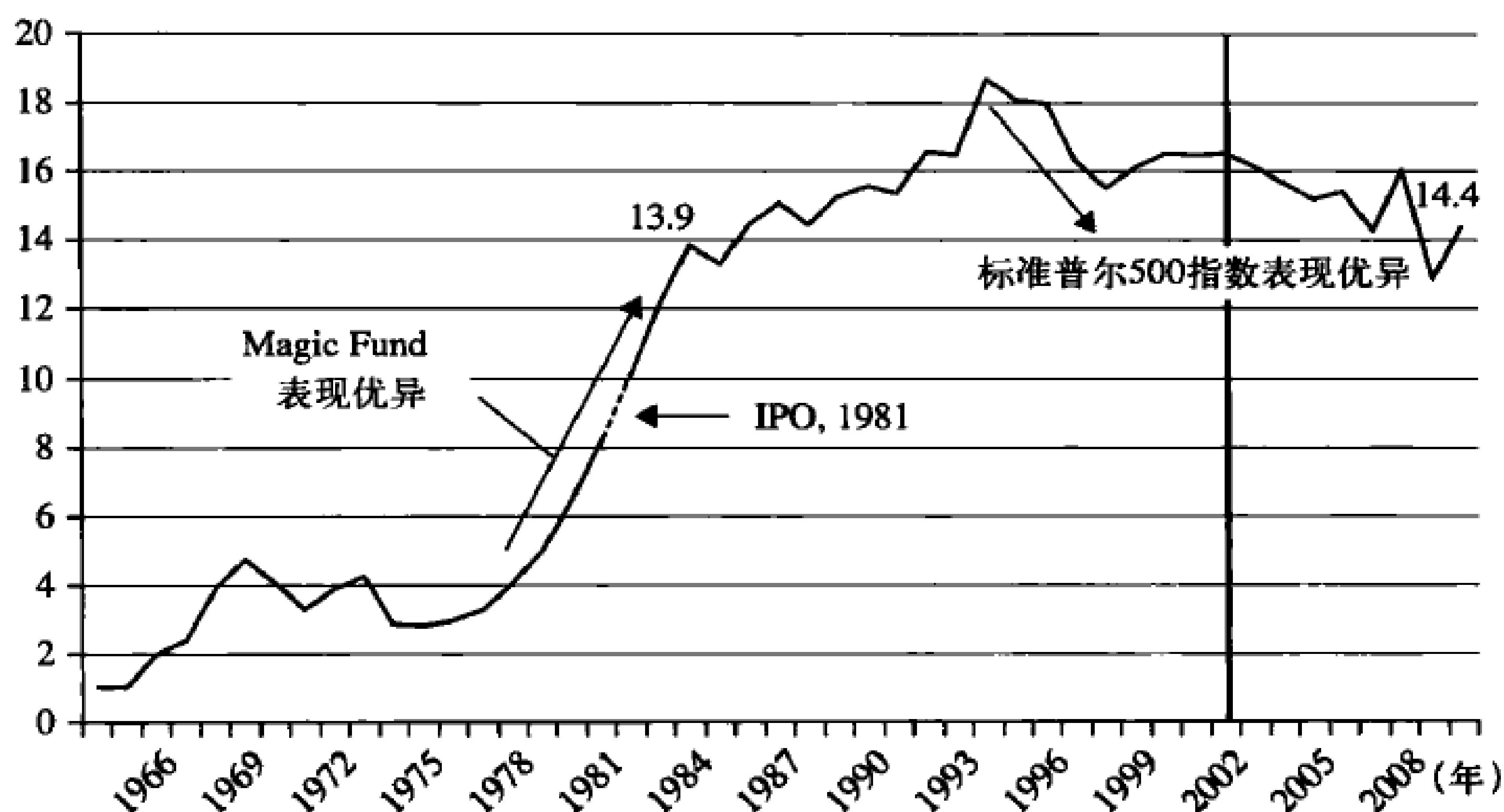


图3-4 均值回归：神奇基金对比标准普尔500，1964～2009

说明：累计收益：神奇基金/标准普尔500。

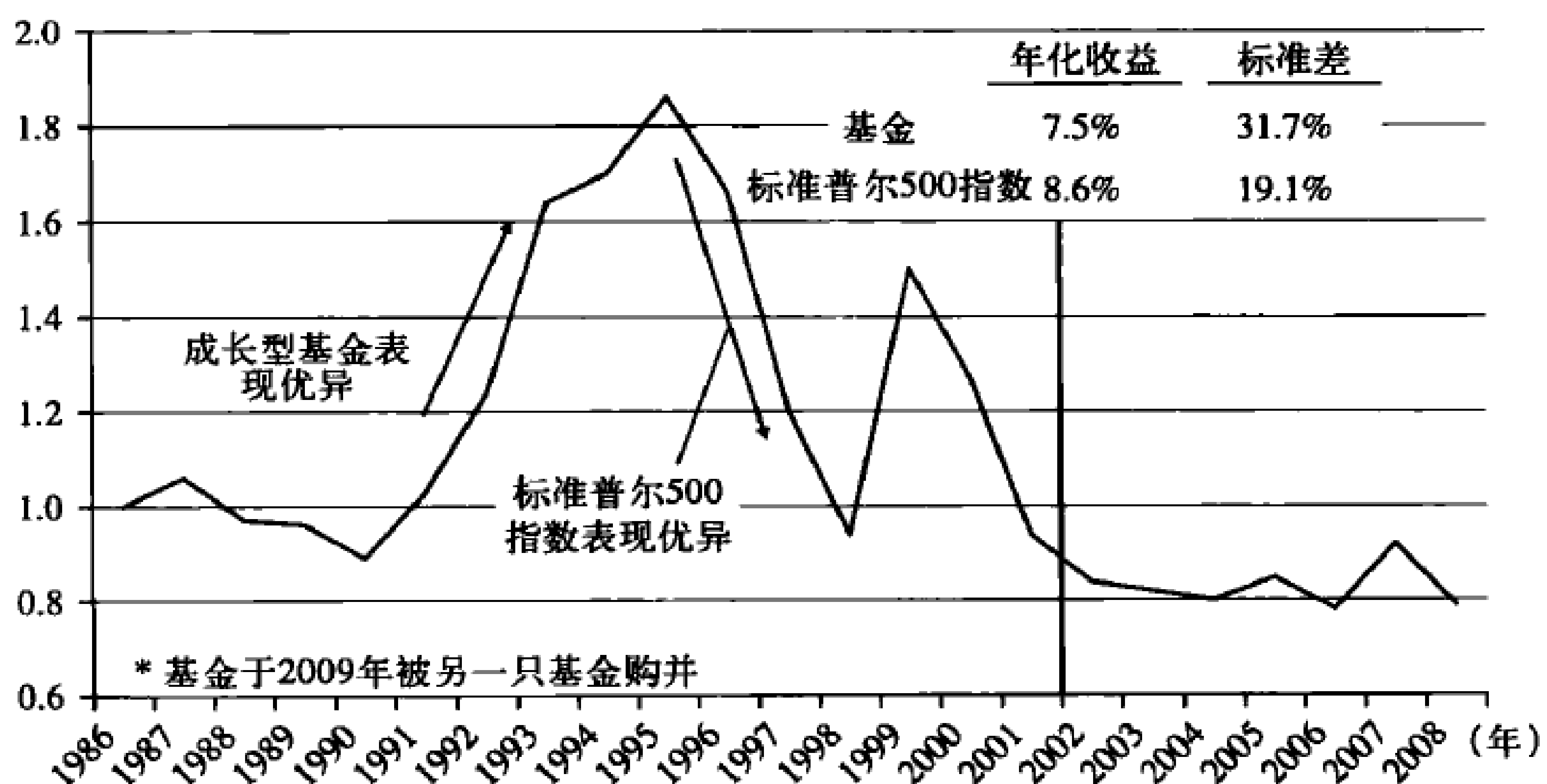


图3-5 均值回归：大盘成长基金对比标准普尔500，1986～2008

说明：累计收益：大规模成长基金/标准普尔500。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

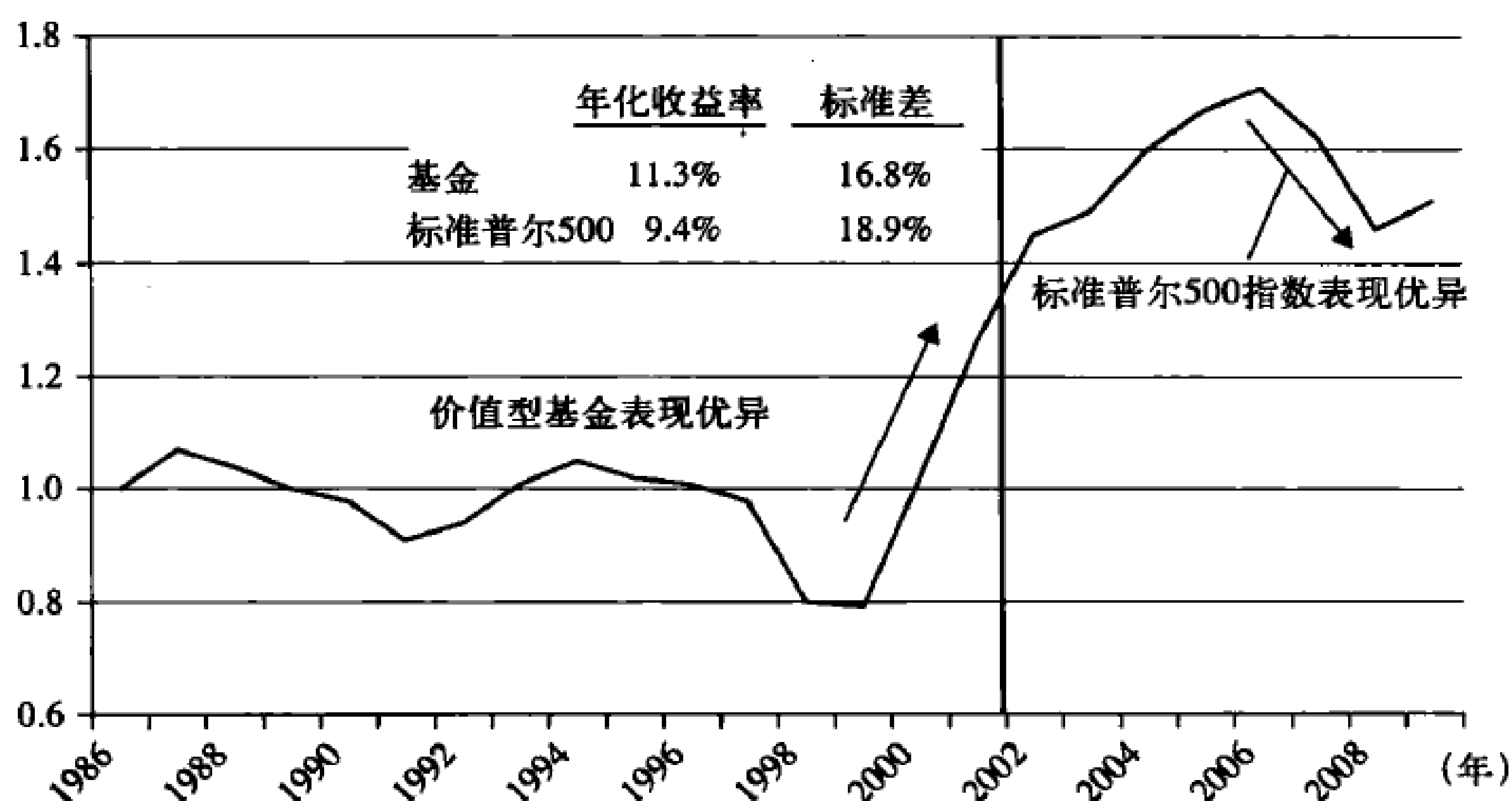


图3-6 均值回归：大盘价值基金对比标准普尔500，1986～2009

说明：累计收益：大盘价值基金/标准普尔500。

很多年前，我建议《晨星》将其传统的图表替换成包含均值回归的“泄密的图表”，但是编辑们不同意。然而，坦诚地说，通过展示相对于同类基金的季度收益，《晨星》修正之后的图表已经抓住均值回归这一理念的部分精髓。但作为一个乐观主义者，我仍然希望《晨星》可以重新考虑并决定在其基金栏目中采纳这些表格。

均值回归与“切片和切块”

“切片和切块”（即我所说的S&D）经常在《晨星》的网站上被提及，还被一些金融工程师讨论，包括那些在普林斯顿大学的人（我敢确认）。用最简单的形式来说，这一理念是指通过持有具有以下特征的组合来获取超额收益：①将那些看似很可能获得超额收益的资产添加到我们的市场组合当中；②引入那些与股票市场相关性低的资产；③定期将这些资产按照原始权重重新配比。

让我们迅速检验两个类似的组合。第一，一个传统的组合，其中标准普尔500指数、大盘价值股、小盘价值股和规模最小的20%股票各占1/4，也就是说该组合重点关注价值型股票和小盘股。从历史上来看，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以获得12.9%的年化收益率，相对于10.3%的标准普尔指数收益，其风险要高出41%——其标准差为28%，而同期标准普尔500指数标准差为20%。当我们审视图3-7时，我们可以看到均值回归原则阶段性地发挥作用。比如，在1942～1945年的牛市，它上涨了410%！接近150%的标准普尔指数收益的3倍——毫无疑问，这一情景很难再现。2009年全年，其第一个S&D投资组合的年化收益率下降到12.1%，标准普尔500指数收益率下降到9.5%，该比率上升到7.1。

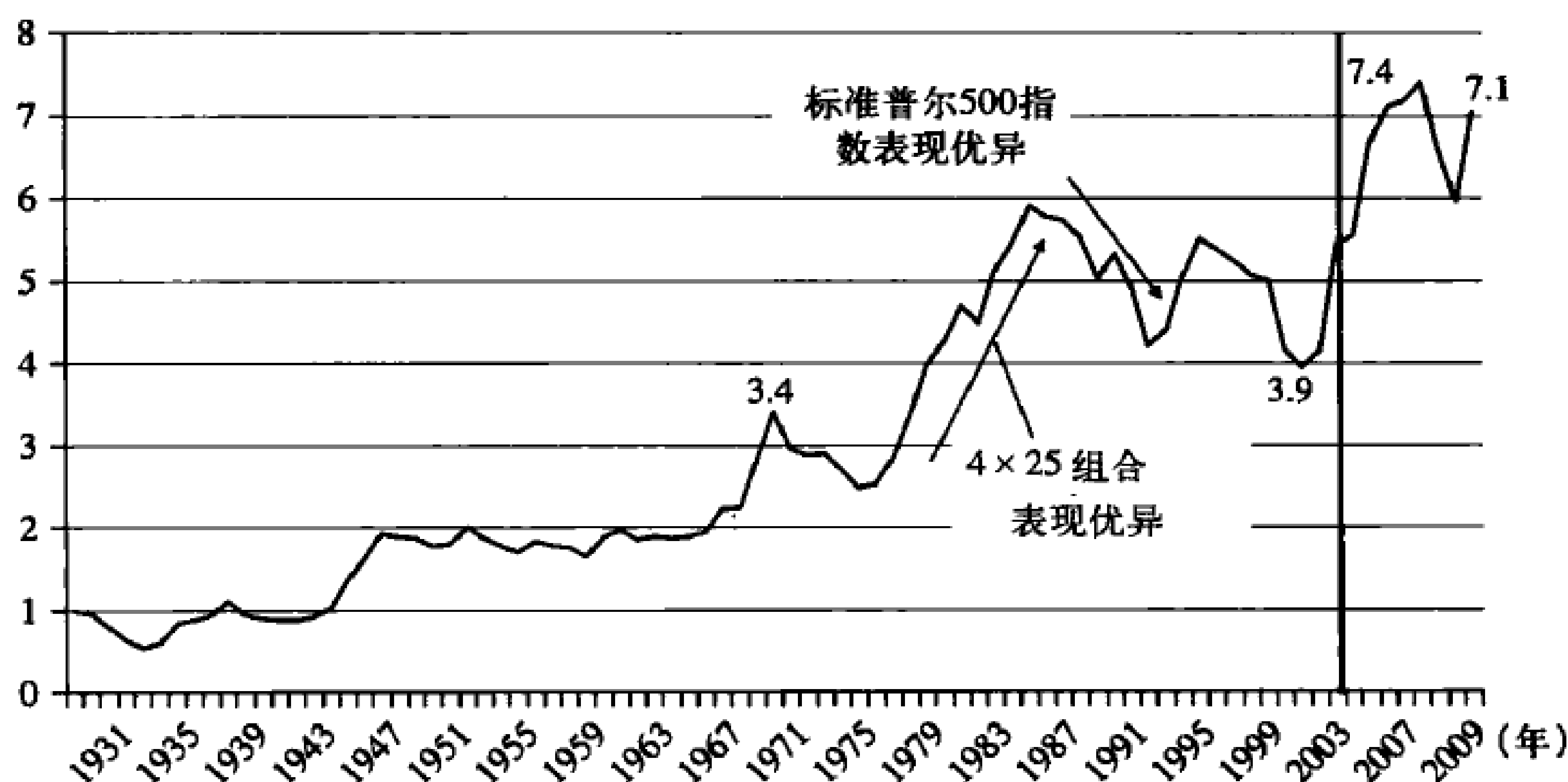


图3-7 均值回归：4×25组合对比标准普尔500，1928～2009

说明：累计收益：组合/标准普尔500。

注意，标准普尔指数和S&D组合的收益在下面两个十年几乎是相同的，截至1964年（分别为13.8%和14.0%）。接着，S&D组合在1983年猛涨，结果在后来的17年里都弱于市场（年化收益率为13.9%，相对于同期标准普尔则是16.3%），这意味着在很长一段时期——32年的时间，二者几乎没有差距。当然，在整个期间S&D组合是占优的，但如果我们简单地将标准普尔500指数加上杠杆，使其风险与该组合相同时，它的风险调整收益将达到12.4%。当然0.5%的差距在这样一类数字演示中只是一个零头的误差。

这并不是不显著，的确，我们所选择的被称为S&D组合的价值/小盘股组合很大程度上基于后见之明，体现出依赖历史成功经验的人性化诱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惑。所以让我们看看一个投资者在30年前可以做些什么。我们25%的仓位是标准普尔500指数，然后将剩下三个25%分配到可选部分，可能包括当时流行的小盘股、国际股票，以及可以对股票进行多样化的单一资产（如与股票市场相关性最低的资产）——黄金（看起来并不可笑）。现在让我们检查一下这只可选组合的收益记录。很明显，这一图表告诉我们一个完全不同的故事。当S&D组合再次跑赢时，赢了些许——12.8%的年化收益率，相对于同期标准普尔12.3%的收益水平。而且，在这个组合里，1美元的初始投资最后增值到42美元，相较于标准普尔指数增值到36美元，这也算是一个明智的选择。

但现在让我们看看这个图表揭露了什么。首先，整体的超额收益出现在第一个九年，即当黄金价格走向繁荣的时期。其次，国际板块股票的强势也在1988年被该组合很好地捕获，而此后国际股票落后于标准普尔500指数达到两位数字，在接下来的10年内为7%。然而，尽管该组合在过去两年内有所复苏，自1979年以来它的累积平均收益10%仍然低于标准普尔500指数的年化收益率15%。“泄密的表格”再一次告诉我们两个有关该组合的完全矛盾的观点：诚然，它在第一个八年内跑赢了；但是，在接下来的22年间却是输家。2009年全年，飞涨的金价帮助该组合抵消了其他板块低于平均收益率的部分，为整个组合提供了全时期内12%的收益。而标准普尔500指数的收益为10%，于是比率从2001年的1.1上升到2009年的2，但仍远远低于1979年达到的峰值2.9（见图3-8）。

所以“切片和切块”就是使得你达到上述收益的关键。正如所有其他被人们设计出来的各种投资策略一样，有时它的效果不错，有时则不管用。没有必然的规则。虽然整体上在一段长期的时间内来看好像超过标准普尔指数，但不要忘记现实中跟踪全股票市场的收益成本有多低，也不要忘记采用那些交易活跃的基金去组成S&D组合在现实中的巨大花费，即使是采用被动的基金构成S&D组合。如果我们把额外的风险因素考虑进去，就的确存在一个关于这个游戏本身是否值得去做的问题。即使你不接受我对S&D组合所做的质疑，在你一头栽进这样一个组合前，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我极力劝你把多于25%的部分放到全市场组合上去，比如55%，然后分别把15%放到另外三个部分，这样就可以把风险剔除。想想，这样一个55%+3×15%的组合，如果这是真实的，如法玛博士（还有大多数的专家学者）所说的，“对于大多数人，市场组合就是最明智的选择”，你便可以充分利用这一道理。

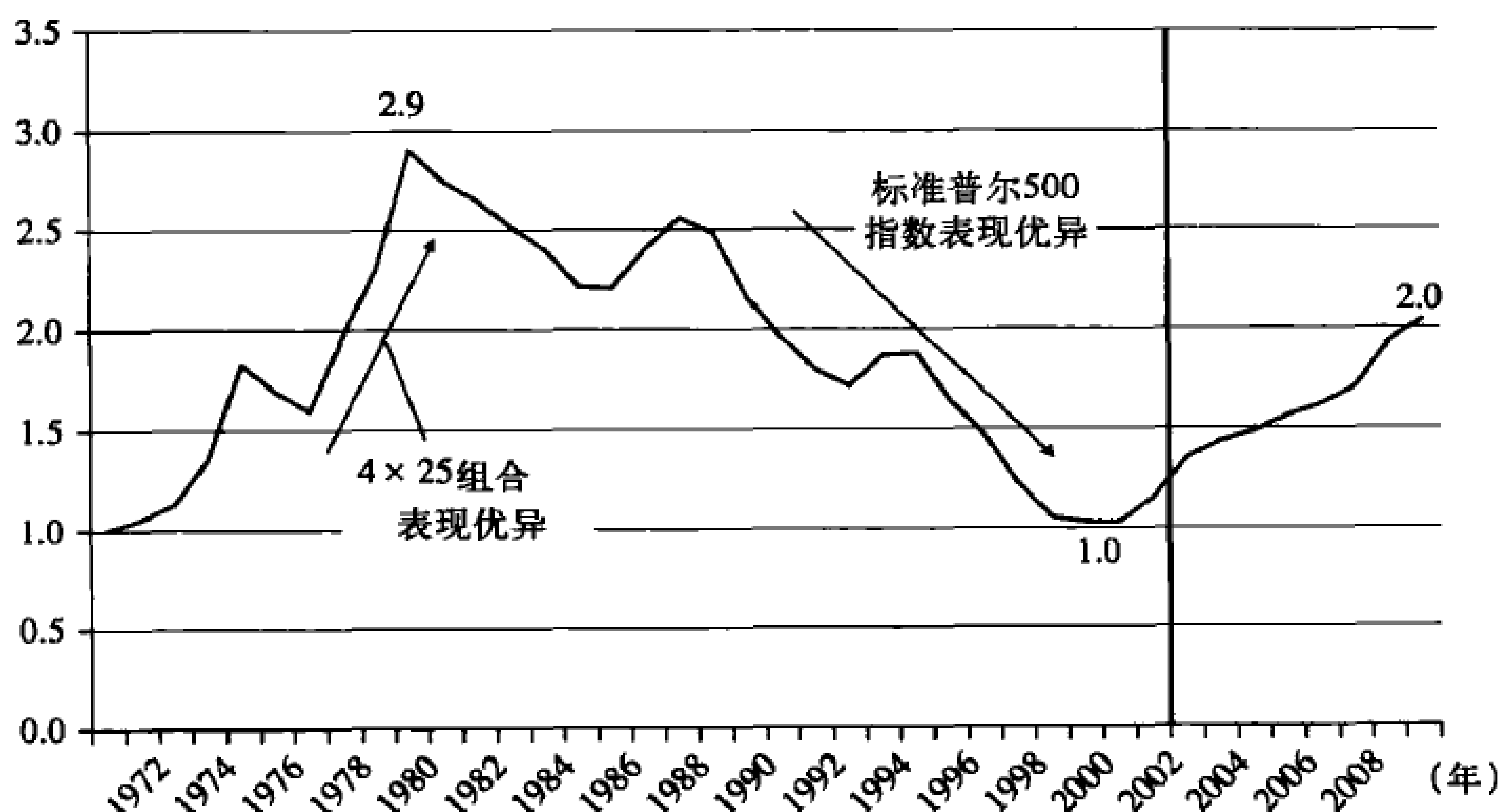


图3-8 均值回归：另一种4×25组合对比标准普尔500，1971～2009

说明：累计收益：组合/标准普尔500。

均值回归与股票市场

的确，均值回归是一种法则，它不仅适用于股票市场、单只股票型基金，还适用于那些混合了不同资产类别的投资策略，同时，它也适用于整个股票市场自身产生的收益。如果我们回顾股票市场过去一个世纪的表现（采用杰里米·西格尔的数据），很容易看出：真实的（经过通货膨胀调整）股票平均年化收益率为6.6%，但中间也有一些较大的极值（见图3-9）。这有力地显示了最高的10年期年化收益率在15%左右浮动，分别出现于20世纪初期、20世纪20年代末，以及20世纪60年代初和20世纪90年代末。接着，在20世纪10年代末、30年代末、70年代末，收益率缩减到2%甚至更低，有时甚至为负。虽然截至1998年的前10年内的15%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场收益率在历史记录中位居第三，但我们也只能期待均值回归不要再次发生。[⊖]事实上，均值回归确实再次发生了！而且真实的市场收益在截至2009年的前10年期间内为-2.8%，接近于历史低点。如今，就让我们期待均值回归（这次是向上回归）尽快到来吧。

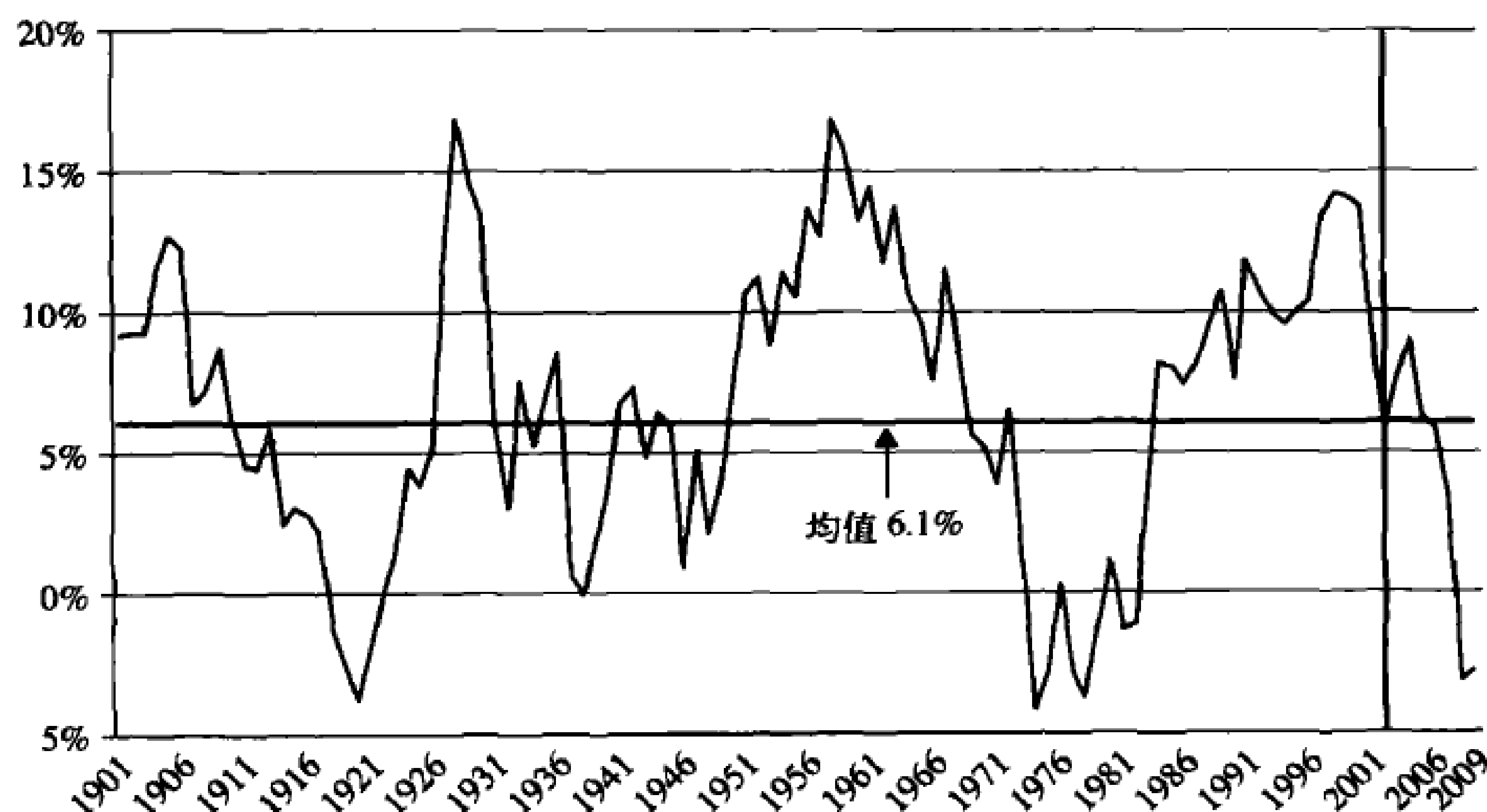


图3-9 10年期滚存股票市场实际收益，1901～2009

为什么股票会在某些时期提供很高的收益，而在其他时期提供很低甚至为负的收益呢？部分原因是我们的经济运行本身并不平滑。我们的经济有景气也有萧条，甚至存在繁荣和泡沫破裂。那些都是简单企业运行的经济特征，虽然它们可能比过去更加温顺，但是它们并不是被驯服成这样的。另外，还有部分原因是投资者的情绪，他们的贪婪导致他们在某些时刻过高地估计股价，在另一些时刻则过于低估股票的真实价值。这是经济（现实）和情绪（幻觉）的共同产物，它们共同刻画了股票市场的收益。

经济本身会在投资收益（收益和分红）中得到反映；情绪体现在投机收益（市盈率的变化）。在过去一个世纪里，真实的投资收益为6.5%，占市场收益6.6%的绝大部分，而投机性收益则只占到0.1%。很清楚，累

⊖ 我之前经常提到21世纪前10年的预期股票收益——详细地说，即我的《共同基金常识》第1版（1999年）（尤其在比较1999年与1929年的附录中），以及《约翰·博格的投资：最初50年》（尤其是第4章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计投资收益是整个收益的主旋律，每年攀升的收益和分红有时很快，有时则很慢，有时甚至下降。股票市场收益跟随着投资本身的旋律舞动，但周期性的高于或者低于投资收益，看似与其他因素无关。然而，投资铁律却是显然的：短期内，投机性收益主导市场，但长期内，投资性收益则是关键。2009年年底，长期实际年化收益率下降到6.2%，其中投资收益下降到6%，而投机性收益上升到0.2%（见图3-10）。

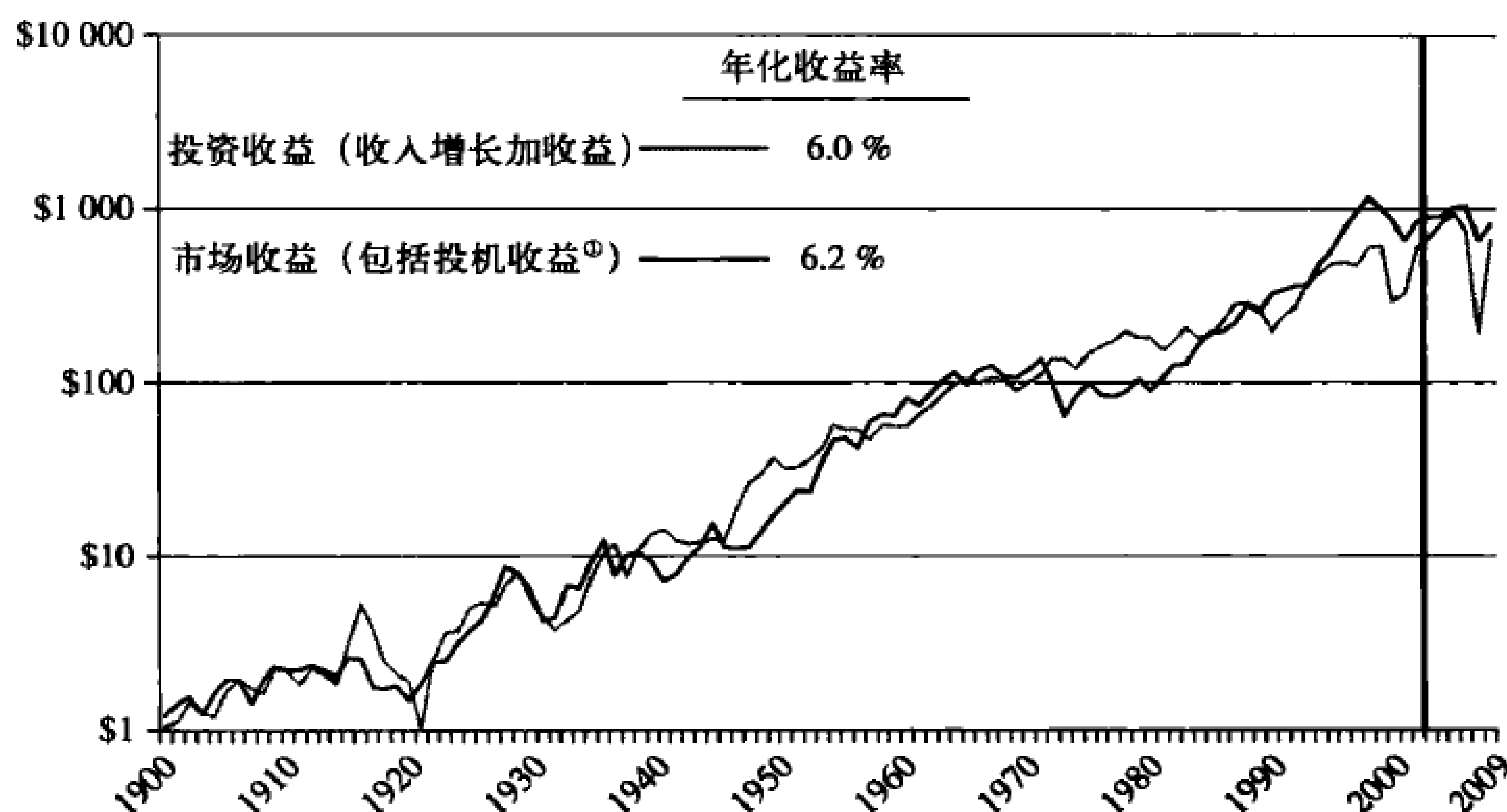


图3-10 1美元的成长：基本实际收益对比市场实际收益，1900～2009

① 市盈率变化所致。

虽然坚定美国经济仍会保持繁荣的信仰可以给我们提供更多对长期分红和收益的信心，但实际上是常识而不是信仰告诉我们股价与公司本身的价值产生严重背离，告诉我们股票市场的累计收益与市场的投资收益有显著差异，接着，二者的趋同只不过就是时间问题了。现在的问题是均值回归在哪里见效。最后一个“泄密的图表”反映了每年年底累积投资收益与实际市场收益的比值。结论是二者间的偏离更加突出。因此，1929年顶峰时价格和价值错配之后，1930年的暴跌紧随而来。另外，20世纪40年代末和50年代初的低估值也为60年代中期和70年代早期的“完美50年”奠定了基础。其导致的泡沫破裂为始于1982年8月并突然止于2000年3月的新一轮大牛市开启了序幕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如图3-10显示的，市场收益（股价）和投资收益（企业价值）间的差距在过去只有一次是变大的，于是预期未来差距会持续缩小显得很正常。但是尽管我们可以知道未来金融市场会发生什么，我们不会知道它会在什么时候发生。事实上，这一比率在1997年年底达到了警戒性的120，之后这一比例持续上升到1999年年底的150以及2000峰值时的160。即使接下来经历了市场40%的下跌，该比率仍然保持在110，高于基准线。下一步我们会到哪里，没有人知道。

但是，历史和均值回归铁律都强烈建议我们要谨慎，尤其是估值依旧偏高的今天。

未来将依赖于接下来的利润增长情况，所以我们最好寄希望于美国商业把注意力从近年来可怕的金融操控（主要依赖于股价短期的上涨），转到其传统特色，重点关注长期的企业价值创造。这是一项极为艰巨的工作，对于创新、生产、效率、经济以及领导力和个性，都是用以衡量全球竞争性经济体的严酷标准。

但这就是我们社会要求企业管理者必须要做的工作。"谨慎"被证实是个好主意。该比率从2001年的2.9下降到2006年的1.1，于2008年上升到2.4，然后迅速下跌，2009年以1.2收场，同样在长期内经历了近乎精确的均值回归（见图3-11）。

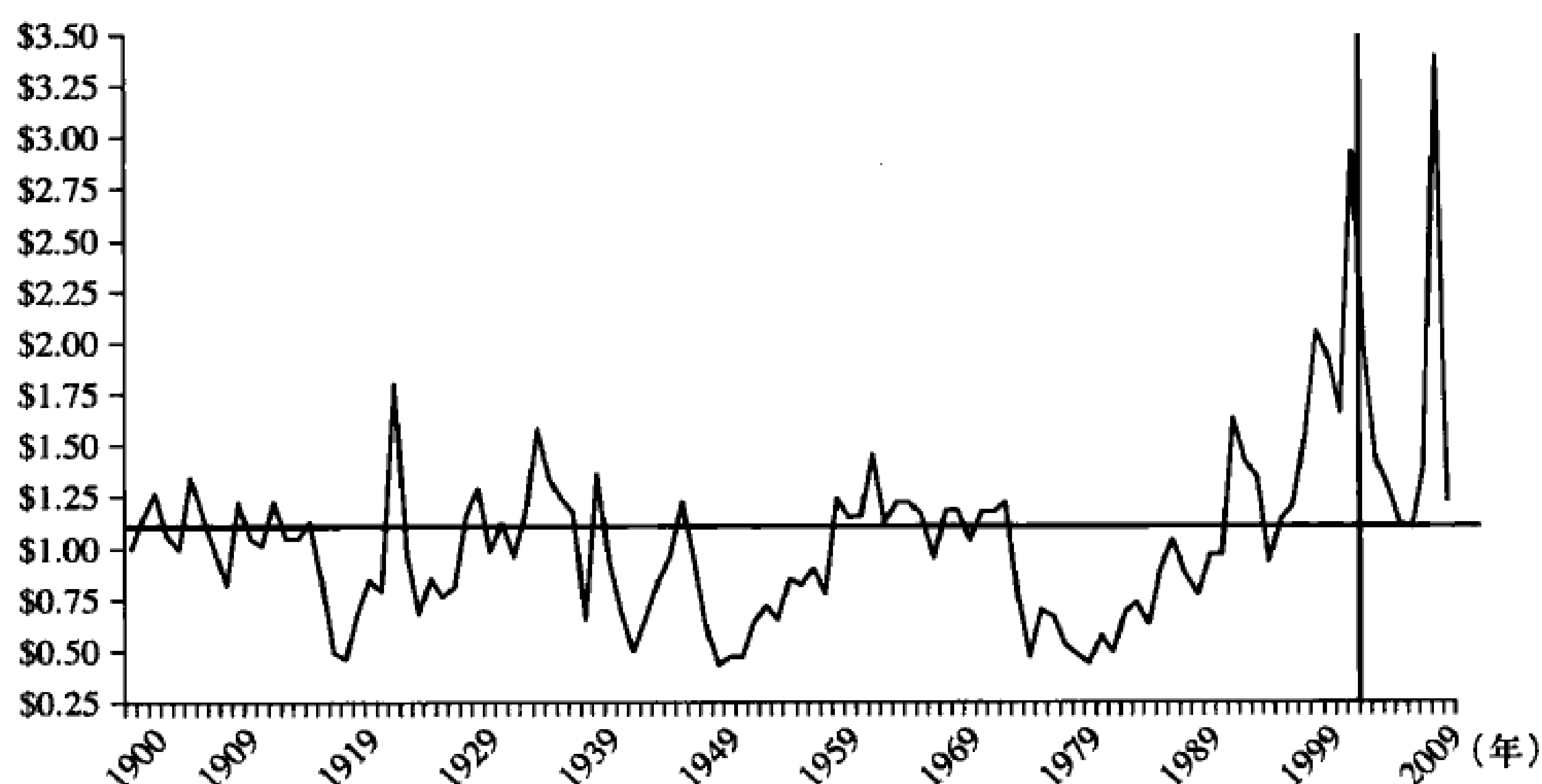


图3-11 股票市场的百年均值回归：实际市场对比实际投资收益，1900～2009

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也将过去

“泄密的图表”提供的信息是综合广泛的。与埃德加·爱伦·坡的故事中那些常规的、喧闹的甚至是特定的跳动不同，均值回归在金融市场上非常规且不可预计——有时很快，有时很慢，有时偏离，有时几乎不可见。正当我们为它的广泛性感到绝望时，它再次来袭。所以对于那些等待股价反弹的投资者来说，他们总是抱有希望。但是我要提醒你，我们可能知道未来会发生什么，然而不知道何时会发生。所以，不是说依赖于希望（这在股票市场上向来不是个好主意），而是依靠资产配置策略，不仅仅关注收益的可能性，还得关注结果的风险性。

我想，自己能为投资者们留下的最好建议来自于我在1993年写的第一本书。书中有一篇文章叫做《这也将过去》：

一个东方的君王让智者给他提出“真实并且适合于任何时候、任何场合”的建议。我也在为我们广大投资者寻找金融市场上的类似建议，使得他们“在市场上涨时感觉更加富有，而在市场下跌时感到更加贫穷……尽管公司本身的潜在价值可能完全没变”。我警告投资者不要沦陷于牛市之中，被大众的狂热和贪婪所感染，也不要沉沦于熊市的悲观氛围里，在公众表现出的恐惧中无法自拔。我写道，成功的投资“取决于你在兴奋最高点或者绝望最低点时意识到这也将过去的能力”（用以回答那个君王提出的问题）。⊖

2010年，在经历了过去17年的风风雨雨之后，我不会对上述段落有丝毫修改。

⊖ John C.Bogle, *Bogle on* Mutual Funds: *New Perspectives for the Intelligent Investor* (New York: McGraw-Hill, 1993).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第 4 章

一个至关重要的问题⊖

在过去的60年中，金融和证券分析领域经历了迅速的发展和日益的专业化，然而，投资组合经理和投资顾问采用的投资原则却基本没有发生变化。

思考一下如下有关金融分析师责任的建议：

> 这一直是我的基本想法（不管是未来还是过去），一个聪明的、经过良好训练的分析师完全可以胜任这份为各类人群提供投资咨询服务的工作，充分证明他的存在性。并且，他完全可以通过采用一些相对简单的投资原则做到这一点。例如，合理组合投资股票和债券，适当的多元化；选择一些有代表性的投资标的；不鼓励那些有悖于客户经济状况或者性格的投机性行为。而运用这些方法，他无须是个极其擅长选股或者预测市场变幻的天才。

那些熟悉我所倡导观点的人可能很吃惊，因为这些话并不是我说的。

⊖ 基于《投资组合管理杂志》2008年冬季版上的一篇文章。该文章获得Bernstein Fabozzi/Jacobs Levy颁发的2008年杰出文章奖。后来获《机构投资杂志》授权又重新印刷，版权@2010。更多信息，参见www.iijournals.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些话出自传奇人物本杰明·格雷厄姆之口，并曾被刊登在1963年5/6月出版的《金融分析师》杂志上，用来纪念纽约证券分析师协会成立25周年。可惜，我十分认同的这些简单投资准则（合理组合、风险分散以及着眼于长期投资）只是被轻描淡写，对选股专家和市场预言天才能够最终增加财富的质疑就更是少之又少了。但事实上，我早在1951年就在自己的本科毕业论文中提及很多类似想法。

我在《共同基金常识》中花整整一章来展示：假设1963年之后投资环境发生彻底的改变，那么格雷厄姆将会走得更远，他必将支持广大投资者把指数投资基金作为核心投资策略。与格雷厄姆联系频繁的沃伦·巴菲特，不仅使我相信了格雷厄姆对指数投资的推崇，还把它写在《共同基金常识》的推荐词中。

56年前，当我踏入共同基金行业时（为基金行业先驱者沃尔特·摩根工作，其旗下的惠灵顿基金从过去到现在一直是这一投资原则的典范），该行业的投资风格与格雷厄姆描述的十分吻合。主要的股票基金投资组合大量投资于分散化的蓝筹股，而且其投资经理做的是长期投资。他们避免投机行为，以极低的成本（相对于今天的成本，几乎都可以被忽略）运行他们的基金，同时为他们的投资者提供等于市场水平的收益。而且，正如他们的长期投资结果所显示的，这些投资经理几乎都不是选股天才。

行业变化

但如果惠灵顿基金把这种保守的投资准则一直保持到今天，那么基金行业将会发生翻天覆地的变化。哪些变化呢？让我们慢慢细数。考虑以下7条1951年我入行至今所亲历的变迁。我涉及的主要是当今占共同基金中70%份额的股票型基金。虽然不是所有的基金都符合这些普遍性的趋势，但例外很少。⊖

⊖ 晨星系列基于9部分，数轴一边为三类市值（大、中、小），另一边为三种类型（成长型、价值型和混合型）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▲ **巨大增速。**在1950年，所有的共同基金管理资产共计20亿美元，而今天，资产总计超过了12万亿美元，每年以17%的速度迅猛增长。另外，股票基金过去持有约1%的美国股票，而今天则是令人惊讶的30%。

▲ **投资重点。**在1950年，大约80%（60/75）的股票基金都在那些投资级股票中采用多元化策略。它们很好地抓住市场变动，并且比市场收益低的那部分正好是很小的运营成本。而今天，那些大盘股基金只占所有股票型基金的11%，即使占股票基金管理资产的16%。[⊖]晨星分类是基于3种市值项目（大盘、中盘和小盘）和3种投资对象（成长型、价值型和混合型）组成的矩阵。那些500只贝塔基金如今被以其他方式多元化的3 100只美国股票基金远远超过，其他400只基金在各类不同的市场区域中做窄范围的多元化，还有700只基金投资于国际股票——有些是广泛多元化，有些则投资于特定的国家。这些新型基金中的一部分（如全球股票市场）可以令投资者非常满意，而其他一部分则产生了灾难性的后果。在任何情况下，投资者选择基金所面临的挑战都不亚于挑选个股（当然，股票市场指数基金提供了一个基金挑选的简单方法）。

▲ **投资者行为。**基金投资者不再仅仅选择基金然后持有，他们往往不断交易。1951年，多数基金投资者持有基金超过16年，而今天平均持有期限只有前者的1/4。更为糟糕的是，基金投资者的交易并不成功。由于他们常常选择表现好的股票，等它们表现不好时马上弃掉，于是资产加权收益（基金投资者实际赚到的收益），在截至2005年12月31日的十年内比时间加权收益平均每年落后多达6%。[⊜]

▲ **投资过程。**1951年，由投资委员会管理基金是当时的规定，而今天这已成为例外。[⊜]这是个基金经理的时代，大约1 400只股票基金是

⊖ 我将这些评论局限在股权基金中，它们代表共同基金70%的资产。虽然不是所有的基金都顺应这些普遍趋势，但例外很少。

⊜ 拥有最多现金流入的200只股票基金的10年累计收益为133%，它们的投资者获得的收益为27%（1996～2005年）。

⊜ 戏剧化的是，投资委员会管理基金Dodge & Cox在行业最佳表现者之列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由一个基金经理独立管理的，其余2 500只基金由3人左右的团队管理，或者（在某些情况下）由投资组合顾问团队管理。尽管由投资委员会管理不能作为高回报的保证，但这一体制本身却可以很好地服务于投资者。尽管单个基金经理管理体制自身并没有错，但这一演变（确切地说是一种改革）却导致不连续性带来的巨大代价。在众多共同基金经理角逐明星的体制下，大多数这样的明星会成为转瞬即逝的彗星，可大家却依然对此充满热忱。基金经理管理某一只基金的平均时间只有5年左右。

▲ **投资策略。** 1951年典型的共同基金着眼于明智的长期投资，平均持有股票的时间约为6年。而今天，那些交易活跃的股票基金中的股票持有期仅有1年。放宽一点来说，以金额加权为基础，持有期大概是一年半时间。不管怎么说，今天那些典型的共同基金看重的是愚蠢的短期投机。

▲ **行业使命。** 在过去的半个多世纪里，基金行业的职责由管理资金变成了积聚资金，从管理工作演变成了营销工作。我们已经不大像一个管理型行业而更像一个营销型行业，沉陷在推广产品的狂热之中，我们的座右铭就是："如果我们能够卖掉它，我们就能做好它。"

20世纪50年代到60年代，约240只新的股票基金成立，70年代到80年代成立了约650只。而单单20世纪90年代就有1 600只新的股票基金成立。它们中大部分都是经历了2000～2002年熊市洗劫的高科技、互联网和电信类基金，或者投资于上述领域的激进的成长型基金。这样的产品扩张产生了一定的负面影响，20世纪50年代期间，13%的基金破产了，而过去十年之中该比例高达60%。

▲ **成本。** 成本不断飞涨。基于未加权的统计，基金的平均费用从1951年的0.77个百分点增加到去年的1.54个百分点（为公平起见，若按基金的资产进行加权，费用比例由过去的0.60个百分点上升到0.87个百分点，尽管比前者有所降低，但仍然升高接近50%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不论怎样计算，成本的上升已经成为减少基金投资者所获收益的重要因素。尽管自1951年以来基金行业的资产总量取得巨大增长，但基金经理却将那些由规模效应带来的额外资金管理收益放入自己的口袋中，而不是与那些基金持有者分享。资金管理者——尤其是那些巨大的支配整个行业的金融集团（那些集团目前拥有前50大基金组织中的40个），看起来拥有收益分配的最高级别优先权，而非基金持有者。

上述7点——连本带利的资产增长、变窄的投资领域、不利于回报的投资者行为、组合管理过程、一触即发的投资策略、产品扩张（以及随之而来的不可避免的产品收缩）和飞涨的成本构成一系列对基金投资者的不利因素。

可能我不应该做如此极端的评价，但受到《纽约书评》对《为资本主义灵魂而战》的一句评论激发，“11年前，博格做完心脏移植手术之后，便退休成为一个全职的凑热闹者”。我并不这样认为，就像杜鲁门总统说的，“我不是让他们进地狱，我只是告诉他们真相，只是他们认为那是地狱而已”。

美国的金融体系

共同基金行业并不是成本高涨的唯一代表。事实上，它类似于美国金融中介系统成本上升的一个产物。共同基金体系的直接成本（大量的管理费用和运营费用以及营销成本）当前每年耗费约1 000亿美元。此外，基金还需要支付数百亿的交易费用给我们的经纪公司还有投资银行家，以及他们的律师和那些服务机构。基金投资者还需每年额外支付约100亿美元给投资顾问。

这些共同基金费用，加上那些支付给对冲基金和养老基金的管理者、信托公司以及保险公司的费用，再加上它们的交易成本和投资银行费用，及表4-1中列出的其他成本，在2007年合计达5 280亿美元。而且不要忘了，这些成本需要每年支付。如果按当前水平计算（我推测今后仍会上涨），合计的中介费用在下个十年可能会达到5万亿美元（想想这些累积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本与美国股票市场16万亿美元的市值及债券市场26万亿美元市值）。

表4-1 证券中介的估计成本，2007年（10亿美元）

投行及经纪人	308
共同基金营运费用	100
对冲基金	45
可变年金	30
养老金基金咨询费	15
法律/会计费用	15
金融咨询家	10
银行授信部门	5
总计	528

这种飞速上涨的中介成本会为资金管理者提供一个发财良机吗？你最好相信这一点！它会为我们的投资者带来麻烦吗？你最好也意识到这一点。

那些认为美国金融体系成本高是因为它本身为我们的投资者带来很高收益的观点掩盖了事实的本质，因为它不是在一个典型的自由市场环境下运行的。事实上，该系统存在信息不对称（对卖方更加有利），不完全竞争和受情绪驱动的非理性选择。而且，这一观点否认了投资的基本算法，即金融市场上获得的总收益减去该系统收取的费用才等于投资者的净收益。

从另一个角度来说，若我们的金融系统为投资者提供股票和债券市场可以提供的回报，那么一旦扣除那些金融中介机构的收费，这些巨额的费用就会严重影响到我们居民用于日后养老的储蓄金。投资者处于投资行业食物链的最底端。

这并不是说我们的金融系统只会产生费用，它也为我们的社会创造潜在价值。它使得资金在其使用者之间实现优化配置；它使得卖方和买方可以有效率地匹配；它提供了大量的流动性；它提高投资者资本化未来现金流的能力；它创造了金融工具（所谓的衍生品，常常复杂得让人难以想象），使得我们的投资者可以将风险转移到其他投资者那里。

不是这个系统没有创造价值，问题在于，从整体来看，获得这些价值本身的成本超出了投资者应该付出的成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融部门和经济

无论有什么样的好处，因投资系统的费用而使得投资者收益大大减少的现象意味着整个金融体系以及我们整个社会在运作有效性上存在严重的问题。过去两个世纪中，美国从一个农业经济体变成制造业经济体，接着是服务业经济体，直到现在以金融经济主导的社会。但按照定义，美国金融经济产生的成本，需要从生产部门创造的价值中扣除。

想一想，当投资者（个人投资者和机构投资者类似）从事交易，就不可避免地与其他投资者互为对手，而不只是增加市场有效性或者注入流动性。当企业拥有者在享受美国资本主义体系创造出来的股利和利润增长时，那些在金融市场游戏的人们只能获得除去金融中介费用的投资收益。

然而，虽然投资于美国企业是一个赢家的游戏，在扣除那些成本前可以打败市场，但从整体上对于我们所有人来说，却是个零和游戏。除去那些支付给市场管理者的中介成本之后，与市场抗衡也就成了一个输家的游戏。

金融部门的崛起是一个近年来很少被谈及的话题。25年前，金融类公司的收入占标准普尔500股票指数包含的所有公司收入总和的5%左右（见图4-1），15年前，金融部门的比重上升到10%，1997年达20%，2007年达到峰值27%。

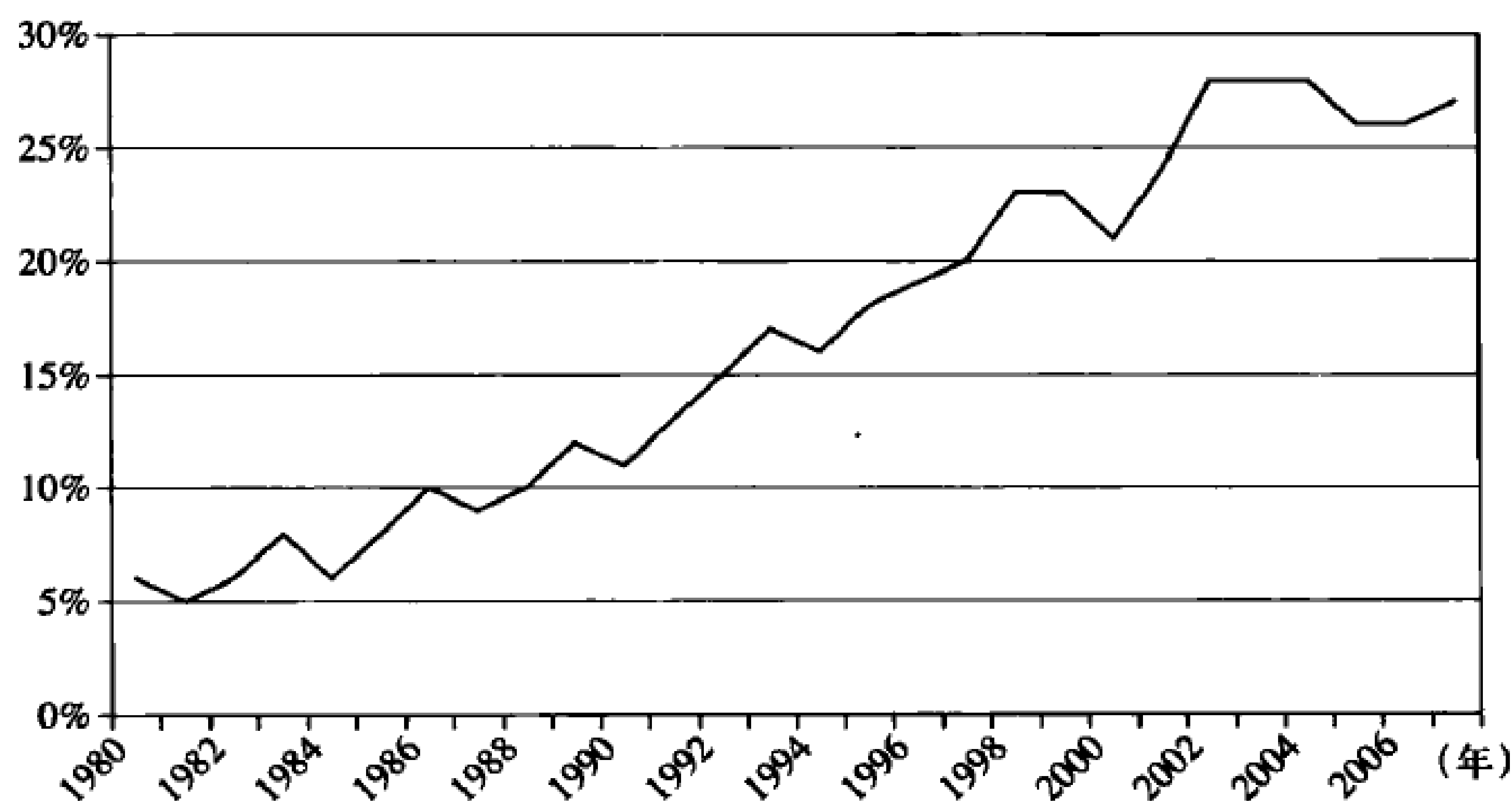


图4-1 标准普尔500指数收益中金融部门的份额，1980～2007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但这27%严重低估了金融部门的重要性，因为它没有囊括那些大型生产企业的附属金融机构产生的收入（例如通用电气资本或者通用和福特的投资部门[⊖]）。若包括这些机构，那么比重将占到1/3以上。但即使没有这部分收益，金融机构当前也是美国最大的利润生成部门，甚至高于能源和健康部门的收入总和，几乎是工业或信息技术部门收入的三倍（见图4-2）。

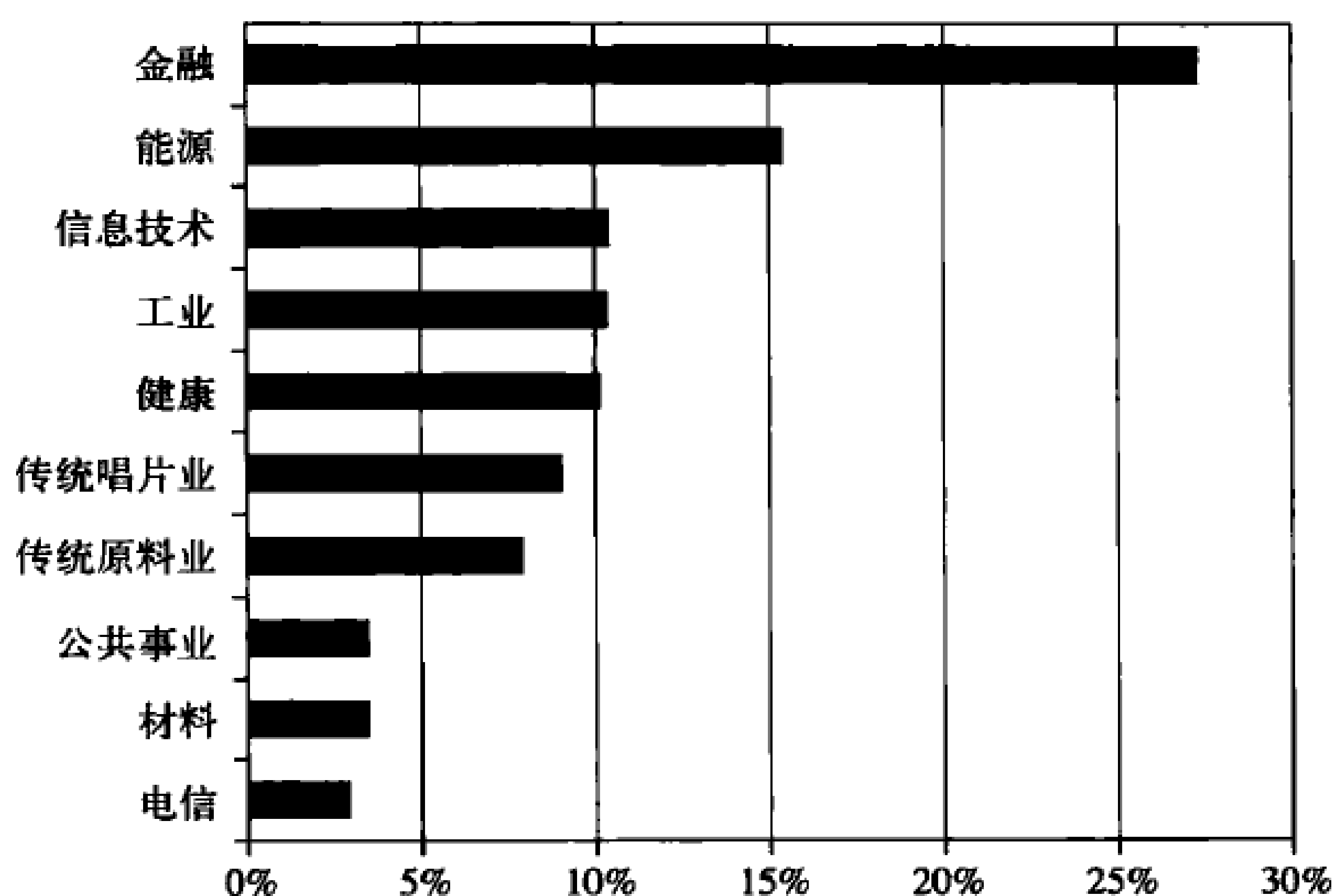


图4-2 2006年标准普尔500指数收益按部门占比

当然，在某种程度上，金融部门本身的成长不仅反映出金融服务需求的增加（基金行业就是一个典型的例子），还显示了很多私有企业变为公众所有的过程，包括投资银行、共同基金经理、曾经的共同保险公司，甚至是我们的股票交易所。1989年，标准普尔金融行业有56只股票，包括28家银行，而今天增加到92只股票，但只有26家银行。

公众所有和收入增长相结合的效果是惊人的。举例来说，自1981年至2007年，共同基金管理商T.Rowe Price的收入涨了超过150倍，从400万美元增加到约6.5亿美元。

我们依然在前进，看起来似乎是朝着一个不制造或生产任何东西的

⊖ 截至2007年9月30日的前9个月，金融机构产生的收益占通用电气总收入（1 240亿美元）的42%（520亿美元）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家在改变。我们只不过在彼此之间反复交易纸片，股票或者债券，并且若用一个赌场作比喻，房子变成了真正的财富。我们也在通过创造更加复杂的金融衍生品为我们金融系统本身注入巨大且深不可测的风险，并增加其额外成本。太多的金融创新本身对于它们的创造者和销售者来说具有盈利性，却被证明对那些购买这些产品的人产生了破坏性和毁灭性的影响。

正如当前依然在延续的抵押贷款支持债券带来的金融危机所证实的那样，这些风险开始显现其伴随的恶果。在这种背景下，我们需要重新回顾伟大的英国经济学家凯恩斯70年前就警告过我们的话，"当企业成为投机漩涡中的一个小泡沫"，那结果将会很凄惨。"当一个国家的资本发展进程成为赌博行为的副产品，这种工作很可能存在问题。"[㊀]

业绩相对于专业化曾经是次要的，而现在资金管理领域在很大程度上却注重业绩。哈佛商学院的拉凯什·库拉纳（Rakesh Khurana）教授在描述一个真正专家的职业操守时说过"我会为社会创造价值，而不是从中提取价值"[㊁]。而从定义来看，资金管理却从我们企业赚取的收入中提取回报。

沃伦·巴菲特睿智的合作者，查理·芒格曾说过：

> 大多数的资金创造（如资金管理）行为包含着深深的反社会影响……当高成本的模式变得更加流行……这些行为加重了现存的有害趋势，使越来越多的年轻一代被吸引到有利可图的资金管理行业以及随之产生的冲突中，从而比别人获得更加可观的收入。[㊂]

即使我写这篇文章的时候，我依然能看到这些聪明的人群在以惊人的速度涌向金融服务行业。当今，注册金融分析师达到了破纪录的

㊀ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment,Interest,and Money* (New York:Macmillan,1936;Harcourt,Brace,1964),159.

㊁ Rakesh Khurana,"Q1," Yale School of Management (2007).

㊂ Charles Munger,speech before Foundation Financial Officers Group,Santa Monica,California,on October 14,1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

78 000人，《巴伦周刊》最新报道“至少有140 000位新的申请者（当然这个数字也是史无前例）从地球各个角落来参加这场授予幸运者特许金融分析师称号的考试”[⊖]。乍一听感觉这种突破是件好事，可以证明我们的职业名称有很高的含金量。然而，这也产生了严重的忧虑，即金融行业将变得愈加拥挤，把金融中介的成本推得更高。

我并不否认那些优秀的经过训练的投资顾问的加入会帮助私人投资者做出比过去更好的选择，但是投资顾问本身的表现记录却令人失望，意味着他们使得我们投资者的回报有所减少。Bergstresser、Chalmers和Tufano于2006年所做的研究发现，投资顾问的资产组合表现并不比那些投资者自己做的组合更为优秀，投资顾问追逐的是市场趋势，以及那些接受他们顾问服务的投资者需要支付较高的前期费用。该研究的结论是：依赖于投资顾问的股票基金的加权平均收益（排除那些前期费用或赎回费用）平均达每年2.9%，而投资者自行管理则可获得6.6%的收益。

这并不是说当今那些聪明的年轻一代不应该步入资金管理行业中来，而是说那些进入该领域的人们应该睁大眼睛，识别出那些试图从客户手中赚取收益的行为最终反而会给自己造成困境。

当华尔街上谈论着金钱本无良知时，我们未来的行业领袖应该避免让自己因为那些言谈而丢弃自己的良知，或是改变自身的操守或者性格。事实上，我期待那些未来的行业领军人物可以为我们的金融中介系统带去真诚的反思（我发现今天的领军人物很少拥有自审），同时我也期待他们能恢复我们曾经对信托责任的重视，在满足自己之前先服务于他人。

股票收益将更低吗

除此之外，在股票收益持续下滑的时候，金融中介沉重的费用负担中介成本负担在股票熊市期间太过容易产生。简单而言，股票市场

⊖ Alan Abelson,"Swarm of Analysts," *Barron's*, May 28, 2007, 5.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去100年的年平均收益为9.6%，包含4.5%的股息率（见图4-3）。未来，2.0%的收益率代表损失2.5%的投资收益。同样，过去25年中可观的收益率12.5%不仅包含3.4%的股息率和6.4%的利润增长率（在长期，该增长率为5%），还包括每年2.7%的投机收益率，市盈率从9倍提高到了18倍。

收益率显著下滑，而且今天18倍的市盈率在接下来的十年内不仅仅不会翻一番，而且将有一定程度的降低（以我的看法），这些意味着我们可能要经历一段股票收益为7%的时期。⊖

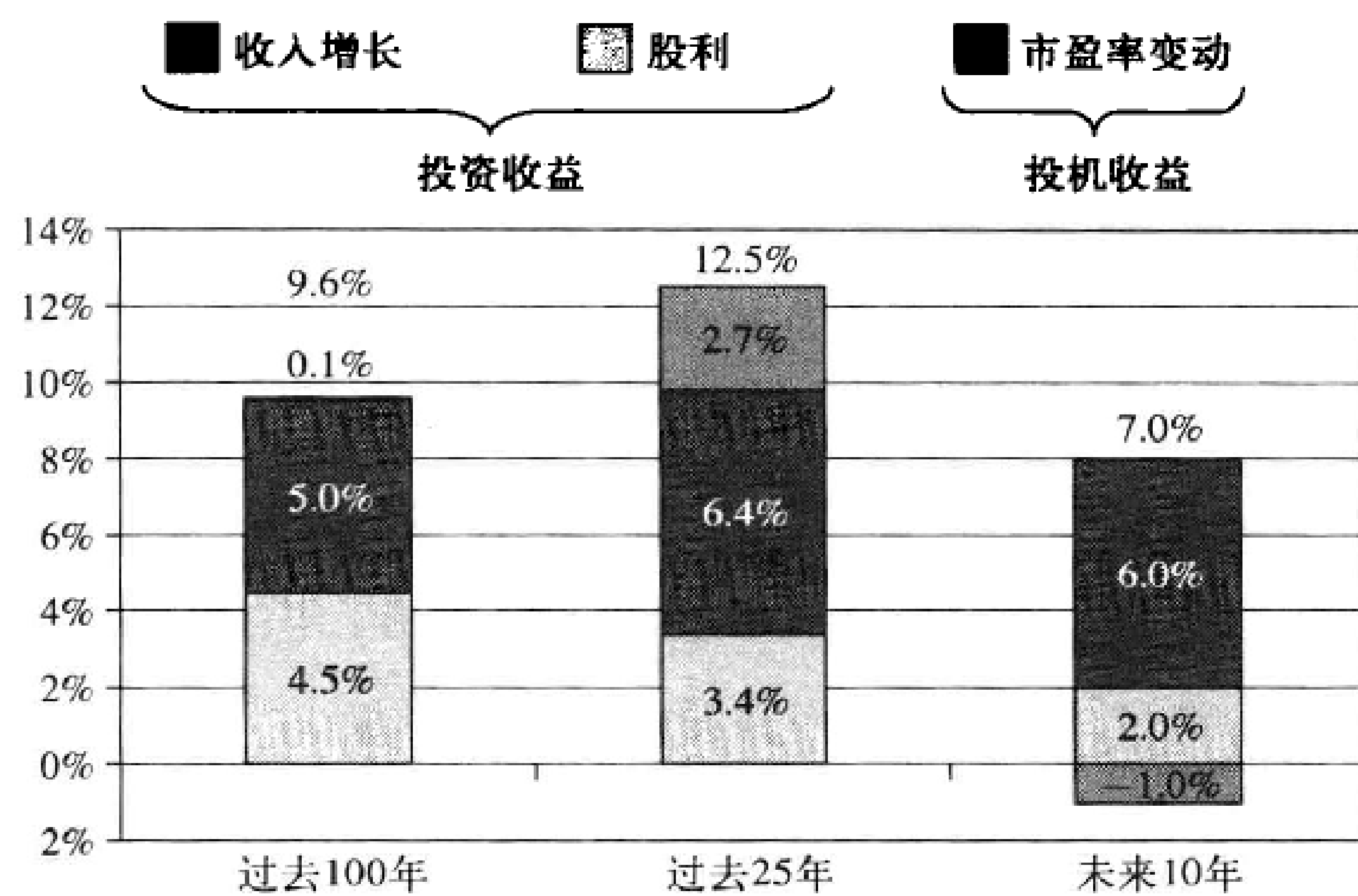


图4-3 股票总收益，过去与未来

目前，每年的基金费用（销售费用、开支比率和隐藏的周转成本）约2.5%，使得共同基金中的股票名义收益由7.0%降低到4.5%。无耻一些的话，我将继续在上述4.5%的名义年收益率减去2.3%的通货膨胀率，也就是将实际收益率降低到平均每年2.2%（见图4-4）。⊜显而易见，降低投资成本是美国民为满足其需要从而积累财富的关键（我们储蓄来源的中坚力量）。

⊖ 请考虑这些粗糙的估计数据，2.0%的股票收益率在长期可以很轻易地转变为5.0%的平均收益率。有谁能知道2018年的股票市盈率？

⊜ 这或许是最好的情景。虽然我忽略了税收，但绝大多数基金投资者不能忽略它们。基于本文考虑的其他经验，我同样忽略了这种可能性，即基金投资者的年化收益率将比平均每年2.2%的实际收益率还要低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

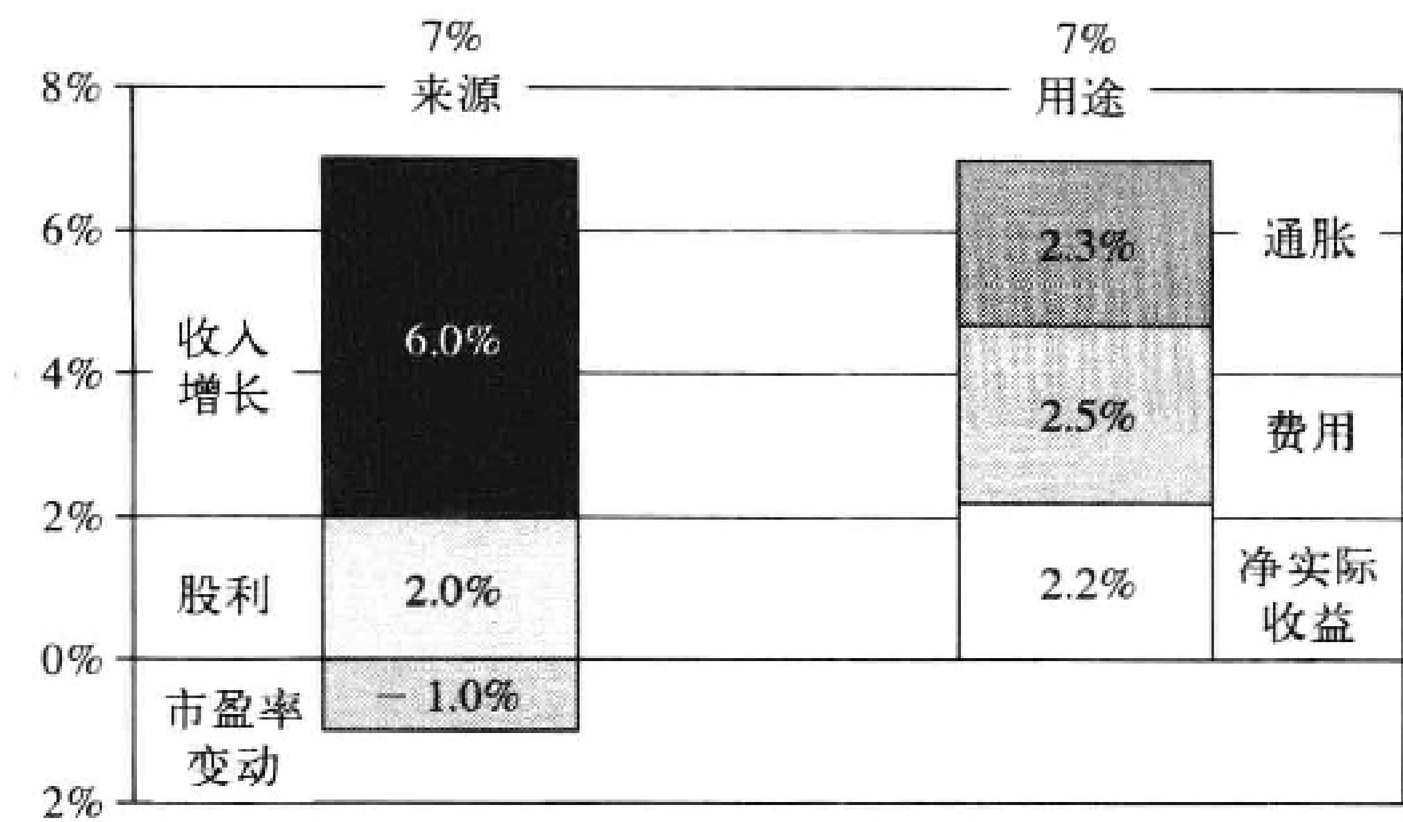


图4-4 未来10年的股票收益

无关紧要的事

然而，大多数经济学家并不关心我们金融部门的成本问题。在交易成本方面具有重要影响力的罗纳德 H. 科斯（Ronald H.Coase）是个例外，他在1937年著有《公司的本质》。他假设企业家在组织企业内部生产和依赖市场交换行为之间选择时，主要考虑交易成本的水平。但直到半个多世纪以后的1991年，科斯才获得诺贝尔经济学奖。

同年，Murphy、Shleifer和Vishny[㊀]表明当额外的收益流向于寻租者时，一国的经济就会受到损害，这些寻租者的收入来源于财富的再分配而非社会创造出来的财富，其中他们列举出了政府、法律和金融服务机构（包括股票交易员和资金管理者）。他们还将这些寻租者与创造财富者进行对比，如工程师。但荒谬的是，在大学工程类专业中快速成长的不是那些传统的工程类科目，如航空、电子、机械等，而是“金融工程学”，专为那些谋求诸如对冲基金经理和华尔街量化分析师[㊁]的职业路径所设计的。

Grossman和Hart也探讨了有关交易成本的问题。他们指出涉及委托

㊀ “The Allocation of Talent.” *Quarterly Journal of Economics* (May 1991).

㊁ 比如，2000年普林斯顿大学的课堂上有148个传统工程专业和25个金融工程专业。2009年变为68个金融工程专业（上升172%）和122个传统工程专业（下降17%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人和代理人的交易会影响到用于二者之间分配的资金总量，并逐渐发展出一种分析代理人不同行为所形成的交易成本和收益的方法。他们认为资金拥有者（委托人）很少监督资金管理者（代理人）的行为，而是关注产出。然而资金拥有者并不清楚这种收益是来自于管理者的技能还是运气——就像共同基金行业一样。管理费用和交易成本是双方都应该关注的核心因素。

再近一些，2000年，Obstfeld和Rogoff⊖讨论了国际宏观经济理论环境下的交易成本问题。他们推断出相对交易成本可以解释很多困惑，包括为什么商品和服务贸易更多的是在国内而非国际进行，为什么投资者在持有投资组合时存在本国偏好（如美国投资者有90%的份额投资在美国股票上）。当交易成本接近零的时候，这些问题就会逐渐减弱，但当交易成本达到交易价值的25%时，负面影响将会显著增加。毫无疑问，对金融中介成本影响的准确考查将解释市场回报和投资者所获得回报存在的区别。

尽管这一问题十分重要，但据我所知，没有一个学术机构尝试系统地计算我们金融系统本身从投资者收益中提取的价值，也没有任何一篇关于此话题的文章出现在权威的期刊上（《金融杂志》上没有，《金融经济学期刊》上没有，《投资组合管理杂志》、《金融分析师》杂志上也没有）。或许尊重格雷厄姆遗产的最佳方式（和他有关投资系统的深刻见解）是让专家与学术界携手研究如此重要的投资成本问题以及它是如何影响资本形成体系有效性的。只有这样，我们才得以开始考虑采用适当的方法去改善这个系统，很可能需要在一定程度上结合教育、信息披露、监管以及结构和法律改革。

2007年6月普林斯顿大学的告别演讲者，经济学专业的格伦·韦尔（Glen Weyl）是这样描述其探索知识的热情的（他将这些话献给了诺贝尔经济学奖获奖者罗伯特·卢卡斯）："有些问题至关重要，重要到你很

⊖ "The Six Major Puzzles in International Finance:Is There a Common Cause?" *NBER Macroeconomics Annual*, 15 (2000).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难去考虑其他问题。”

美国金融中介系统的有效运作就是这样一个至关重要的问题。如今，我们不仅仅应该认真思考它，还应该深入研究它，计算其收益和成本，并最终使得金融中介系统以国家公众和投资者的利益为重，从而更为有效地运作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第 5 章

认知本质的超能力[⊖]

能被授予2005年度杰出金融管理者的荣誉让我受宠若惊，估计缘于这家公司以其发展、知识传播和金融决策能力闻名全球。但坦白地说，我仍然因为你们选择我感到些许惊讶。虽然到目前为止我在这个领域已经倾注了约55年的时间，其中30多年作为两家著名共同基金管理机构（惠灵顿基金，1965～1974；先锋集团，1974～1996）的领导者，但是我从未想过自己是一个十分称职的管理者——我猜想这应该是那些长期忍受我的同事们的看法。然而，我的身边总是围绕着很多员工（祝福他们所有人，不仅是那些高管们），他们知道怎么按照规定去完成任务。

此外，我不得不承认，虽然自己的确很受启发，但事实上我也常常因这些年在学术期刊上读到的几十（不，几百）篇文章感到震惊（主要是《金融分析师》杂志、《投资组合管理》杂志；《金融管理期刊》更是超越了我的理解范围），甚至有一二十篇写的是我，而我的智商已经远远不及今天在场的大多数朋友。说实话，如果我看到某页上充满了公

⊖ 基于2005年10月15日在芝加哥国际金融管理合伙人（FMA）的评论，以及2006年10月27日在加州大学伯克利分校Hass商学院获得“财务报告杰出贡献奖”时的评论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式，诸如σ，Δ，λ，那么我将迅速转向下一篇文章。

指数化才是最终真谛

继续我坦诚的唠叨，我自己基本不懂那些纷繁复杂的金融分析和会计准则，而且自从我早年在这个精彩的世界还是新手的时候就没有做过有关股票和债券投资方面的研究工作。更为糟糕（或者再想一想，其实可能更好）我创造了一种从容的、有针对性的投资方法，它不需要分析、会计和研究。本质上来说，指数型共同基金买的是整个股票市场的股票（蓝筹股，前景好的、前景差的股票，甚至也包括濒临破产的股票），然后按照巴菲特最推崇的持有期限持有这些股票：永远持有。

指数化投资这个想法不是我发明的（我也不确定有哪个人创造了它）。然而我认为，1975年世界上首只指数型基金的诞生（起初叫“首只指数投资信托基金”，现在叫“先锋500”）是指数化投资史上具有开创性的时刻。虽然经过接下来将近20年的时间它才得到共同基金业内的广泛接受，但我们现在可以说当初被视为异教邪说的指数化已经变成一种信条。你想验证这一点吗？最初大家所熟知的“博格的闹剧”，现在已经是世界上最大的共同基金。包括它的妹妹“500”基金，第一个表亲“5000”股票指数基金和它的弟弟债券指数基金，妹夫板块指数基金，先锋集团的投资者目前已有3 750亿美元投资于被动策略，这占到我们所管理的长期投资资产的一半。

不管怎样，把这种指数型共同基金作为多样化股票投资组合的核心（如果不是全部），该方法是当今高校和商学院课堂上的信条，同时我也非常感谢那些传经布道的学者。它是我所倡导的，据我所知，几乎所有获得诺贝尔经济学奖的美国人也会这么倡导。最近，美国最为成功的捐赠基金之一——哈佛捐赠基金更是对此振臂高呼。杰克·梅耶（Jack Meyer）曾说：“投资行业是个巨大的谎言。绝大多数投资者认为他们可以找到表现超常的基金经理，但大部分人都错了。你应该简单持有指数基金。不要有所怀疑。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，指数化是投资的最终真谛，它可以保证为每个投资者提供市场慷慨给予我们的应得回报。这样做有什么好处呢？考虑一下其他的选择：那些误认为主动型基金的基金经理可以跑赢这些被动、低成本、匹配市场的投资策略而做出的选择。

为什么那些基金经理会输掉？想想现实中是怎样的：如果股票市场慷慨到可以为那些股票投资者提供未来每年8%的名义收益率，而且如果美国监管当局和中央银行能够把通货膨胀保持在3%，那么投资者的实际收益率就可以是5%。再如果主动管理型基金坚持采用那些高成本的“产品”（业内已经习惯这样称呼共同基金），那么扣除费用和各项税收后的净收益率只有每年1%，甚至更少。

在更长的时间内使用复利计算（这里我用的25年），初始投资于实际年化收益为5%的1 000美元将会获得2 400美元的收益，而投资到年化收益为1%的产品上则只能获得280美元。欢迎回到现实世界，在这里那些冷酷无情的简单算术法则（即总收益减去成本和税收等于投资者的净收益）使得主动型基金经理彻彻底底的失败。从整个共同基金行业来看，这不是物有所值的选择，你获得的正是你并不想获得的。

这就是主动型管理应该被视为失败策略的原因。诚然，我意识到用“失败”这个词语是一种很残酷的指控，所以你们也不用太在意。聪明的捐赠基金管理者，耶鲁大学的大卫·史文森（David Swensen）在他的新书《非传统成功》中提到“共同基金行业的巨大败笔在于对个人投资者的剥削。当那些基金从投资者手中获得大量的资金时，回报给投资者的只有伤害”。他继续说道，“当强大的金融服务行业剥削那些无辜的投资者时，即使是掩盖在证券交易委员会监管许可的外衣之下，盗窃仍然是盗窃……”[⊖]这些话语措辞十分强硬。但当《华尔街日报》说他的结论“生硬而刺耳”时，大卫·史文森先生只是简单回复一句“证据就在那里”。而事实也是如此。

⊖ David Swensen, *Unconventional Success* (New York: Free Press, 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场上的真实和错觉

即使是通过持有指数基金来投资股市，其中也带有一些错觉的成分。为何这么说呢？这是因为股票市场的回报仅仅反映，而且通常在很大程度上夸大两个主要的独立因素。一个是具有内在商业价值的真实世界，另一个则是对即时股价的预期世界。在真实世界中，真实的公司花费真实的钞票，雇用真实的员工，投资到真实的资本设备；他们生产真实的产品，将真实的服务提供给每天都依靠这些产品和服务生存的真实的客户。如果这些真实的公司本身是高效的，而且以真实的技能参与竞争，那么他们就可以获得真实的利润，进而基于此分配真实的股利。但是实现这些都需要真实的策略、真实的资本投入和真实的研发，更不用说真实的创新、真实的预见性和真实的决策。

与这个真实世界联系不紧密的就是预期世界。这里，市场价格是被设定的，不是通过我刚刚所说的那些真实的商业活动，而是依赖于投资者的预期。严格说来，这些预期都是通过数字进行设置，而数字本身很大程度上就是错觉，很容易按照公司管理者所期望的方向被操作和定义。我们有预期收益（反映公司未来的收益增长，可以通过合并两个公司来实现惊人的增速）。我们有营业利润（剔除所有之前所做的差劲的投资决策、坏账以及非持续的失败运营）。我们还有依照GAAP公认会计准则做的报告利润，而它自身都会因逻辑算法和实施过程中产生的差异而感到迷惑，这些实施过程允许那些有所倾斜意向的人们玩弄财务把戏（而且是在那些被认为是独立注册会计师的眼皮底下进行的）。

当我们回到几十年前预期投资的年代时，公司收入的增长（尤其是担保收入和已经获得的成就）是投资者的风向标。公司管理层和公司股东（现今不再是真实的拥有者，而是寻租人）都已开始认为任何“报告”的收入都是“真实”的收入。结果，正如Humpty Dumpty公司对仙境中的机构投资者爱丽丝所说：“当我报告我们的利润时，它仅仅意味着我选择报告多少利润，不多也不少……问题是谁将成为操纵者，仅此而已。”接着爱丽丝回答说：“是的，是的，先生。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司管理层成为这些数字背后的操控者，同时我们的会计师往往和他们保持一致。在我曾经提到的公司管理层、董事、会计师、投资银行家、机构投资者还有股票寻租者之间的“幸福合谋”中，各种奇特的金融工具都会被用到。那些报告上的数字支撑着预期市场的错觉，但几乎没有办法左右真实商业中的内在价值。宽松的会计标准使得凭空创造数字成为可能，即使在GAAP标准之下，例如：

- ▲ 恣意将大块收费划归到“其他项”当中。
- ▲ 大肆宣传养老金计划的未来预期收益，即使是在收益预期下滑的情况下。
- ▲ 把通过卖方融资予以销售的部分划归到收入中。
- ▲ 并购后的调整涉及巨额应收账款的冲抵，只为在将来回收；以及对大量完好的厂房和设备的冲抵，减少未来的折旧。
- ▲ 未将股票期权成本列入表内的费用栏（幸好，这一条目前已经被禁止）。
- ▲ 此外，以免我忘记，还有就是GAAP报表和报税表之间的时间差异。

此外，我还没有涉及通过特殊实体完成的债务隐匿，这也是在安然事件中被大肆滥用的。

GAAP公认会计准则之下，这些都是合法的。当然，这些创新性金融工程下的问题也不是非法的。它们是合法的。事实上，即使我们采用恰当的会计记录方式，倒填期权日期（最近公司管理者使用的不法行为）也是合法的。于是，管理咨询人士老生常谈的“如果你可以测量它，那么你就可以操纵它”已然成为首席执行官们的良方。

真实市场和预期市场

我最开始接触这种引人注目的提法，即真实市场和预期市场的区别，是在阅读多伦多大学罗特曼商学院院长罗杰·马丁（Roger Martin）的作品时。我以前也花了很长时间研究类似的区分，但表达方式不同。我担心的是我们过于相信那些数字。然而，就如我在本书第1章提到的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“数字不是事实。它们充其量不过是现实的苍白写照，最坏也就是现实的扭曲版本……结果，我们对这些数字顶礼膜拜，把股价的即时精确性作为投资真谛，而忽略了公司本身永恒的内在价值”。

近一段时间，错觉超越现实的现象在诸多机构投资者中蔓延，并造成了严重的后果。每一次都是预期的市场价格远远超过企业的实际情况。然而，当预期（也就是那些精确但却瞬时的股价）与现实（公司的持久内在价值，主要是未来现金流的折现，很难测量同时也不够精确）之间产生巨大差异时，这种空缺只能由现实去填补。事实是对于一个公司来说，提高短期股价并迎合市场预期相对比较简单，但在长期内打造公司的内在价值则是一项艰巨、费力的任务（我知道一些相关的东西），只有少数公司才可以做到。

当我们同时拥有这样两个截然不同的市场时，出现如此严重的冲突便几乎不可避免。罗杰·马丁采用职业足球的比喻来说明这两种市场。预期市场就如同在竞争对手的分数差上下赌注，当游戏结束时，真实结果就会出来，也就是最终的得分（比如说实际的分数差）。而在对足球比赛预测时，他强调说，“任何真实市场的参与者都不可以参与到预期市场之中”。那些明星球员，以及该足球表演中的其他参与者，都不可在这场比赛上下注，包括他们并没有参加的比赛。当然，肯定没什么人会对这样一种禁入的明智性提出争议。

接着，他笔锋一转。

> 但是现实中存在一种更大的游戏，在这里那些现实市场中的玩家不但可以，而且被强烈鼓励参与到预期市场当中：这就是公司在股票市场上的股价。虽然首席执行官的主要任务是（或者应该是）从事真实的商业，但他们往往花费大量时间在预期市场上，致力于引导投资者预期，控制那些会反映他们是否完成任务的数字，并获取基于公司股价的巨额补偿，这些股权强烈地在名义上联系着公司高管和公司股东的利益。㊀

㊀ Roger Martin, “The Wrong Incentive: Executives Taking Stock Will Behave Like Athletes Placing Bets,” *Barron's*, December 22, 2003.

低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所
方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7he

缺页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▲ 传统监管人的失败——审计师（他们依然成为管理层的合作者，如果不是合谋者的话，为管理层提供高收益的咨询条款），监管者，立法者（他们在1993年迫使证券交易委员会将期权费用划归到公司费用项中），尤其我们的公司董事，即我在书中提到的那些“没有为天才提供成年人监护”的人，是他们掌管着公司的运营。

美国投资

▲ 当我们整个社会中的私人投资者持有的公司股票份额快要消失不见的时候（1950年他们持有所有股票的92%，而今天只持有30%），公司的控制权落到了那些金融巨擘手中（包括巨大的养老金和共同基金），其份额从8%上升到了70%。然而，这些代理人却面临着自身目的和利益无法真正代表委托人利益的冲突。

▲ 这些失败部分是因为机构投资从拥有股票（在我刚进这一行的前15年里，股票的平均持有期为6年）到租用股票的行为转变，现在拥有一只股票的典型周期是一年，甚至更短。公司所有者必然会关心公司管理者的权利和职责，而承租者则几乎不会计较这些。

▲ 当我们专业的证券分析师开始越来越看重这些错觉（即股价瞬间的精确性），并越发忽略现实的时候，真正的问题就是那些模糊却不可回避、永恒并且无价的公司内在价值。引用奥斯卡·王尔德（Oscar Wilde）对愤世嫉俗者精彩的描述，我们的资金管理者变得“知道任何东西的定价，却不知道它们的价值”。

美国的共同基金

▲ 一个曾经以商业专业化闻名的行业，现在变成了以专家闻名的行业。我们传统的管理明星变成一种新型的明星——销售明星。曾经的管理行业，现在变成营销掌权，同时让我们投资者买单的行业。

▲ 在过去20年间，股票型基金的平均收益率每年落后标准普尔500指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大约3%（二者分别是10%和13%），这很大程度上由各种费用导致。然而，这也与差劲的择时和基金选择能力有关，那些基金投资者平均获得的回报在此基础上又少了3%。结果是：在这个投资的伟大时代，投资者平均只抓住了市场复利收益的27%。很明显，正如巴菲特先生所警告的，股票投资者的主要敌人就是费用和情绪。

▲ 当我很多年前进入这个行业时，几乎100%的共同基金管理公司都是相对较小、专业化管理、私人拥有的公司。之后，它们经历了反常的变化。今天，前50大基金公司中有41个由公众持有，其中35个被美国以及全球金融集团巨头所拥有。说得明确些，这些金融巨鳄致力于为它们自身赚取利润，而不是你们（基金投资者）。记住：管理者们赚取得越多，投资者得到的就越少。

结束语

请不要因为我对当今资本主义的抱怨而感到惊恐不安，因为我们可以解决这些问题。我们的国家一直在前进，即使有些跌宕起伏，但依然在向传统意义上信任与被信任的体系回归。美国的所有制社会已经不复存在，也不会再回来。当公司管理层和基金经理将他们自身的利益放在公司拥有者和基金投资者的利益之上时，我们的代理社会就没有履行服务于委托人的职责。现在，该是我们重塑世界的时候了，该是我们建立一个信用社会的时候了，在这个社会，管理职责才是真谛。我的这本战争之书充斥着对加速这一改变的赞同和支持。

如果这一使命得以成功完成，任何投资者（个人投资者和机构投资者，大型投资者和小型投资者）都将清楚投资中哪些是真实，哪些是错觉。我们必须理解传统资本主义的本质，理解长期投资的明智和短期投机的愚蠢，理解复利在形成收益时起到的巨大作用以及复利成本在减少收益时带来的巨大影响，理解简单算术的无情法则。只有我们退一步，花点时间自我反省，才能最终意识到这些显而易见的箴言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第二部分

『共同』基金弊端丛生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书第二部分总共包含了五个章节，文章追溯了共同基金行业特有结构的发展历史，以及这种结构本身又是如何影响行业发展的。正如后来，伟大的经济学家兼作家彼得·伯恩斯坦所说的，"每一个个人投资者的财富命运都不能同管理他们财富的行业结构所分离开来"。这几个章节中包含了一些在行业刚刚形成之初，有关行业领导人和监管者的奇闻轶事，这为美国第一只共同基金的结构和这个行业之后所采取的完全不同的结构之间提供了强烈的对比。既然之前盛行的结构没有能够很好地服务于基金份额持有人，那么我倡议我们的基金行业迅速地回归于一系列有效的长期导向的保管人原则。

第6章，"共同基金行业的重新共同化：阿尔法和欧米茄"分析了自1924年美国第一只共同基金创立开始，行业结构所发生的演变。正如我在文章中所解释的那样，在阿尔法模型中所使用的原始结构中，受托人被基金本身所雇用，这样就不需要聘请另外单独的投资顾问公司管理基金的事务，并且也不需要由一个独立的销售机构来负责基金的分销。这种原始的阿尔法模型很快就被深深地植入一种全新的目前处于主流地位的欧米茄模型。在欧米茄模型中，由一个独立的咨询公司（通常是公开上市的）来处理基金的事务以及分销基金的份额。

在这一章中，同样对比了当1969年首只基金的管理人们抛弃了基金最原始的建立在保管人基础之上的阿尔法模型之后，逐渐递减的投资收益以及增长率。相反，取而代之的是目前盛行的建立在销售关系之上的行业模式。结果就是，越来越糟糕的基金业绩和骤然下降的市场份额。仅仅在若干年之后，1974年，另外一家公司（这家公司正是先锋）用一种创新式的独特方式重新复活了阿尔法模型。这样大胆的尝试同时伴随的是逐渐改善的基金业绩和迅速增长的市场份额。在2010年，先锋排名全球最大的共同基金之列，市场份额史无前例地达到全美所有股票和债券基金所拥有总资产的16%。然而尽管取得了这些成就，这种真正的共同化结构仅仅被另外一家公司所采用。

"事物的新秩序：把共同化重新带回'共同'"基金"，我们在第7章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中讨论了这一点。这篇文章是受到1968年当时的证券交易委员会主席曼纽尔·科恩（Manuel Cohen）的一篇演讲所启发和鼓舞的。曼纽尔·科恩的演讲题目被冠以"'共同'基金"这样的名字，显然是对这个缺陷有先见之明。特别是他在共同这个词上所加上的引号。然而，人们都把他的警告当做了耳边风。正如他所担心的那样，曾经防止基金管理公司上市或是出售给金融混业集团的法律闸门已经在1958年的加利福尼亚Appellate法院被彻底地打开了。因此，用科恩主席的话来说，基金管理人"或许是有责任服务于他们自己投资的公司的商业利益"，并且事实也正是如此。

在第8章"受托人原则：一臣不侍二主"中，我讨论了2007年开始的股票市场的崩溃和经济危机的发生，以及机构投资者在其中所扮演的角色。我引用了十个令人瞩目的例子来说明我们的基金管理人是如何违反他们对共同基金持有人的受托人原则的。我所倡导的这种原则是很古老的，也很明显地类似于1934年高级法院法官哈伦·菲斯克·史东（Harlan Fiske Stone）在1929年股灾和大萧条之后所清楚表达的原则。为了减少另一次崩溃的概率，我建议设置一个联邦性的受托人原则的标准，简单点说，就是要求基金管理人把基金持有人的利益摆在第一位，正如《1940年投资公司法案》前言所要求的那样。

第9章和第10章，同样也反映了我试图把共同基金行业重新回归于它创立时价值的使命。在第9章"共同基金在千禧年：基金董事和基金神话"中，我极力主张基金的独立董事们为那些选举他们成为董事的基金份额持有人的利益挺身而出。这种想法现在已经逐渐在董事们的脑海中渐渐淡出了。为了让董事们重拾这种想法，我提供了十条戒律和一条黄金法则。在第10章中，我集中讨论了"与投资者的公平交易"。这里，我呼吁向基金持有人和潜在的持有人披露更多相关的信息，如此共同基金行业才可以真正地按照"商业荣誉的高标准和公平公正的交易原则"去经营。我们脚下的路还很长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第6章

共同基金行业的重新共同化：阿尔法和欧米茄[1]

2004年3月21日，也就是今天起2个月之后，便是美国首只共同基金诞辰80周年纪念日。成立于波士顿的马萨诸塞州投资者信托基金（MIT）是由它自己的受托人管理的一只马萨诸塞州信托基金，受托者拥有在绝对和不受控制的谨慎下投资的权利，并且，受托者是按照“现有银行利率”的水平来被支付薪水的，当时这相当于投资收益的6%。

我们的共同基金行业发源于这样一个真正的共同化基金，这个基金不是由独立于基金的管理公司来组织、运营和管理的。而这些独立的管理公司往往是为了自己的利益而行事。这个基金是由它自己的受托人来组织、运营和管理的。管理者不是按照信托的本金规模来获取报酬的，而是在传统的受托人基础上按照基金的收入来获取报酬的。

我们通常使用“阿尔法”这个词来形容一系列事件中最先发生的那

[1] 本文改编自《波士顿学院法律评论》2004年（45卷，2）上的一篇文章。原文是2004年1月21日在波士顿学院法律学院发表的一篇演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个事件，而用“欧米茄”这个词来形容一系列事件中最后发生的事件，或是说发展的最后阶段。为将那些显而易见的事件表述清楚，紧随马萨诸塞州投资者信托基金阿尔法之后的，是一种与之截然不同的基金组织形式。如今这个行业最惯用的伎俩不是单个基金，而是基金集合体，它们不是由基金受托人自己来管理的，而是由外部的管理公司来管理。这些管理公司不仅负责投资管理，还负责行政管理、运营、分销和市场营销。1924年的阿尔法共同基金的形式被2004年的欧米茄共同基金集合体所取代，而集合体这个词在很多年前听上去还是那么刺耳或不恰当。

然而，我们行业的指引法规，《1940年投资公司法案》所关注的“国家公众的利益和投资者的利益”，使我们不认为如今广泛被接受的行业结构（今天的欧米茄模式）就是共同基金发展的最后阶段了。为什么？因为事实上，这个基金结构已经被逐渐并且不间断地被塑造成去服务于基金经理的利益，而伤害公众和基金份额持有人的利益。

急速增长的基金成本加大了基金收益和金融市场本身收益之间的差距，长期投资的古老智慧被短期投机的愚蠢所取代。“产品的影响”超越了投资管理本身成为我们的最高价值。最近的基金行业丑闻给我们提供了有形的证据来证明，在美国共同基金行业管理者的资本主义已经超越了所有者的资本主义。这个让人不愉快的现象，我们在美国实业公司身上也同样看到了。

这些变化都是不可争辩的，它们公然违背了投资公司法案中的条例“共同基金必须按份额所有者的利益去组织、运营和管理，而不是按照它的投资顾问或是分销商的利益”——这个政策目前人们不是积极去遵从，而是争相去违反。这个行业所采用的极其荒诞的新的欧米茄基金结构早就该回归到80年前马萨诸塞州投资者信托基金创立时所使用的结构了。

马萨诸塞州投资者信托基金的发展

从它诞生之日起，马萨诸塞州投资者信托基金就一直是一个令人注目的成功案例。尽管在它最初成立的几年中，成长相对缓慢，但是截至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1926年它的资产规模已经猛增到330万美元。随着20世纪20年代后期的经济繁荣，它也随之迅速成长。1926～1928年，它为它的投资者赚取了88%的收益。而在1929～1932年的泡沫破裂时，它也仅仅损失了63%的资本。然而当市场恢复之后，它的资产规模飞速增长——截至1936年增加到1.28亿美元，到1949年猛增到2.77亿美元，并成为那个年代行业中最大的股票基金。一直到1975年，马萨诸塞州投资者信托基金都保持了领先，那时它的资产规模已经达到10.5亿美元——真正意义上整整半个世纪的杰出成就。

除了令人羡慕地作为历史最悠久和最庞大的共同基金，马萨诸塞州投资者信托基金还一直被评为最低成本的基金。它的受托人很快就把原来6%的费率降低到5%，之后又降低到1949年的3.5%。如果用成本除以总资产的比率（如今我们用来报告费用的常规方法），马萨诸塞州投资者信托基金的费用比率从早年的0.5%降到1949年的0.39%，之后在1960～1969年又降到稳定的0.19%。在此整个期间，马萨诸塞州投资者信托基金一直是通过一个原名叫做Learoyd-Foster，后来改名成为Vance Sanders公司的股票经纪公司来公开分销的，由它自己的受托人来管理，完全独立于它的分销商。在持续保持行业领导地位的过程中，马萨诸塞州投资者信托基金的真正的共同化结构起到了主要的作用。

然而从1969年开始，马萨诸塞州投资者信托基金逐渐变成了行业中不合群的一分子。它依然坚持着保管人的身份，没有加入销售人员的行列。它一直保持着低成本。它的投资组合非常分散，并且保持着极低的换手率。它从事长期投资，所以那些基金份额所有者也都跟着做长期投资。几乎所有其他的基金都在按照常规的结构来运营，这些基金由外部的管理公司承担所有的运营、投资建议和份额分销的职责。这些管理公司按照资产规模而不是收益业绩来向已有的基金投资者收取费用，并且按照销售的份额向新的基金投资者收取费用。尽管如此，马萨诸塞州投资者信托基金还是坚持自己的高标准，并用它自己的方式书写了一个关于共同化关系如何运作的成功故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马萨诸塞州投资者信托基金：从阿尔法到欧米茄

1969年，这个结构改变了。受托人请求马萨诸塞州投资者信托基金（和它的姐妹基金，马萨诸塞州投资者增长型基金——原名马萨诸塞州第二基金）的份额持有人的授权批准进行去共同化，而采用常规的外部管理的结构。当份额持有人批准了这个建议之后，马萨诸塞州投资者信托基金成为一个叫做马萨诸塞州金融服务公司（MFS）的基金大家庭中的一员。如果说马萨诸塞州投资者信托基金在接近半个世纪的时间内都坚持着一些特别的东西的话，那么在1969年它成了普通大众的一员。

这个从阿尔法到欧米茄的转变到底是好还是坏呢？我们可以很清楚地说，从它为管理者赚取佣金的角度来看当然是好的。但我们也可以很清楚地说，从它使基金份额持有者所承担的成本的角度来看当然是坏的。费用比率从1968年的0.19%翻倍增长到1976年的0.39%，再翻倍增长到1994年的0.75%，并持续增长到1998年的0.97%和2003年的1.2%（见图6-1）。那么1949年受托人关于投资收入3.5%的限制呢？它早就被抛到九霄云外了。2002年，事实上马萨诸塞州投资者信托基金的费用总计消耗了80.4%的信托基金收益。

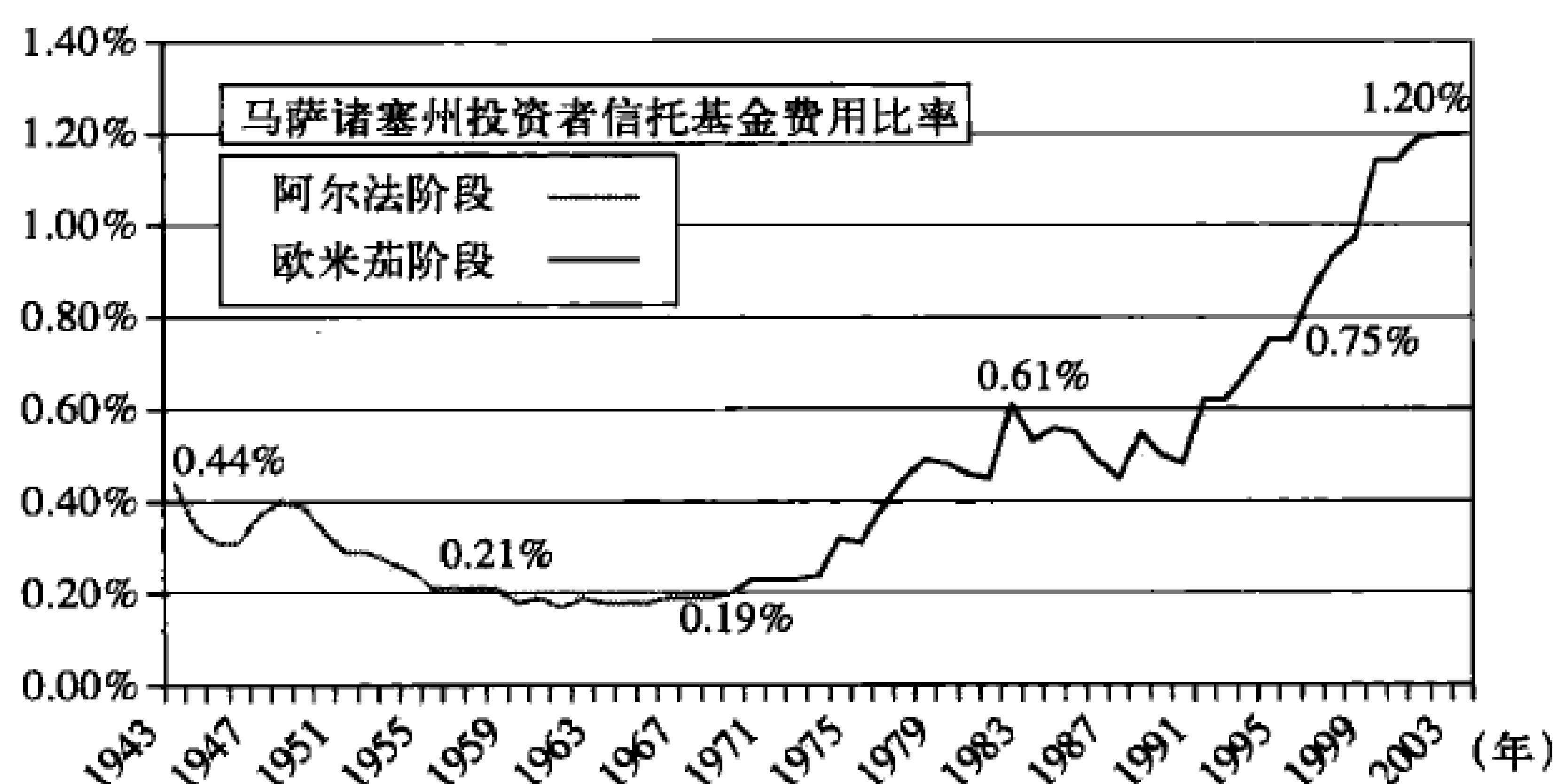


图6-1　马萨诸塞州投资者信托基金的经历：从阿尔法到欧米茄的转变

然而，这些比率还是严重低估了信托基金总成本的增长。因为随着基金资产规模的增长，它的费率也同样增长，这就导致总计支付费用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝对数额的猛增。在1969年，马萨诸塞州投资者信托基金的资产规模是22亿美元，基金的管理费（包括一些相对较小的运营费用）总计440万美元（见图6-2）。尽管在十年后即1979年，信托基金的资产规模因为1973～1974年的股市崩溃和整个基金行业面临的诸多糟糕情况而缩水了50%达到11亿美元，但它收取的管理费却增加到了520万美元。1989年资产规模为14亿美元，而管理费持续增加到了630万美元。在1999年，当资产增加到156亿美元的时候，管理费总计达到了1.58亿美元。自从1969年去共同化之后，马萨诸塞州投资者信托基金的资产规模增长了7倍，而它的管理费增长了超过36倍（去年资产规模暴跌到65亿美元，而管理费总计仍达8 000万美元）。

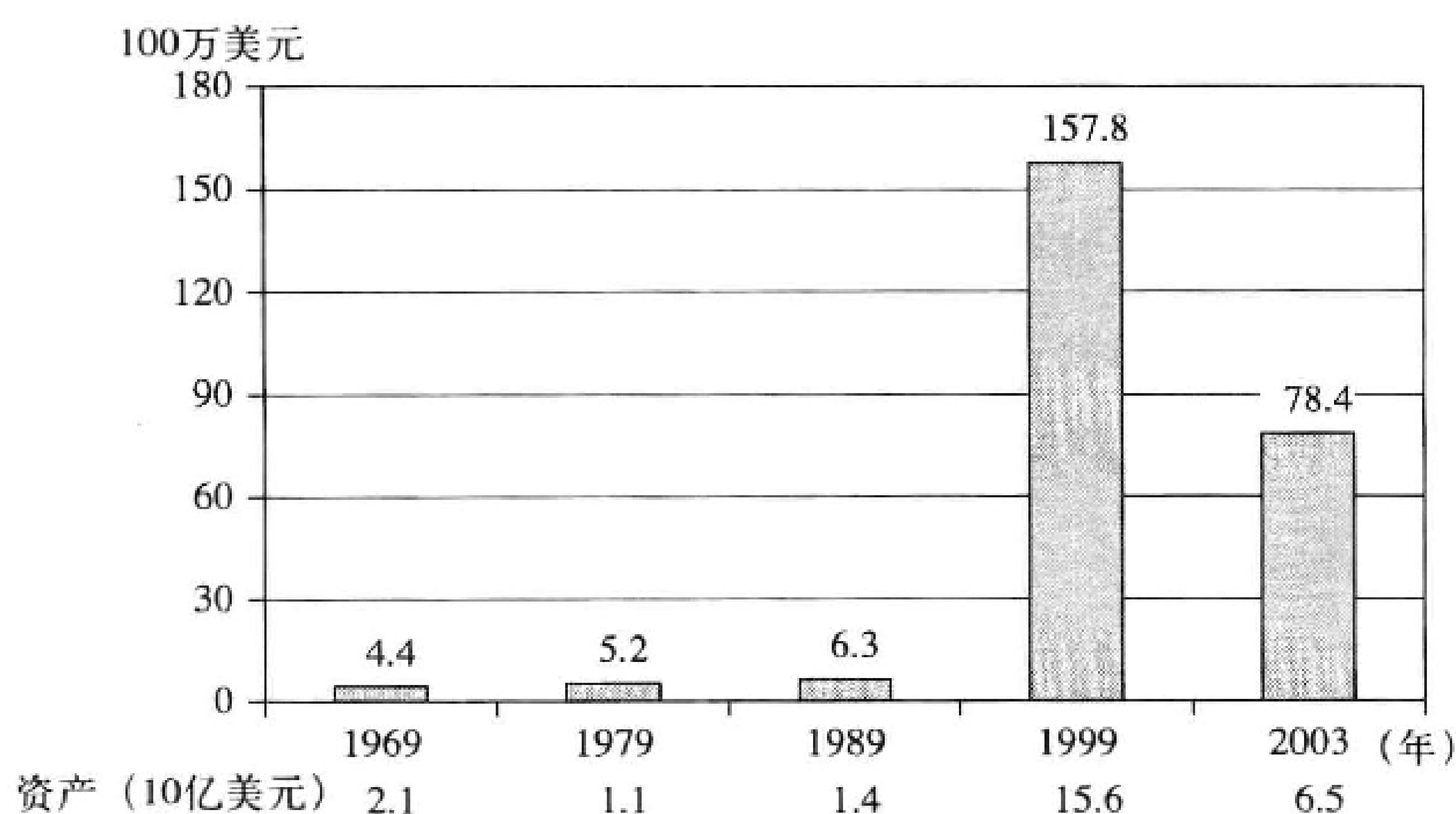


图6-2 马萨诸塞州投资者信托基金费用增长情况（1969～2003年）

马萨诸塞州投资者信托基金的长期投资记录

这种新的结构究竟对马萨诸塞州投资者信托基金的基金份额所有者有怎样的影响呢？这并不难衡量。因为马萨诸塞州投资者信托基金的原型是一只共同化基金，投资广泛地分散在100多只蓝筹股当中，所以它的收益和标准普尔500指数（1957年标准普尔指数包括90只股票）的收益类似也很正常，它们之间0.94的相关度（R^2）在80年的历史中一直保持着相当的稳定。考虑到股票市场的毛利减去金融机构的成本等于市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参与者的净利这个恒定式，那么令人惊奇的是随着去共同化之后带来的增长的成本并没有侵害基金份额所有者的收益。

在接下来的分析中，你就不用感到吃惊了。基金的相对收益降低了。在它共同化的年代（1925～1969年），信托基金的年平均收益率为8.4%，滞后于标准普尔指数收益（9.7%）1.3个百分点（因为标准普尔指数忽略了现实中的投资成本，所以这个差距也很正常，如图6-3所示）。但是在去共同化之后（1969～2003年），它的年平均收益率（9.7%）落后于标准普尔指数收益（11.3%）1.6个百分点。这0.3个百分点的下降正好相当于费用比率的增长。费用比率从1925～1969年的平均0.3%增长到1969～2003年的平均0.6%（费用比率在2003年达到大约1.2%，这就意味着这些年基金与指数收益的差异更大了）。

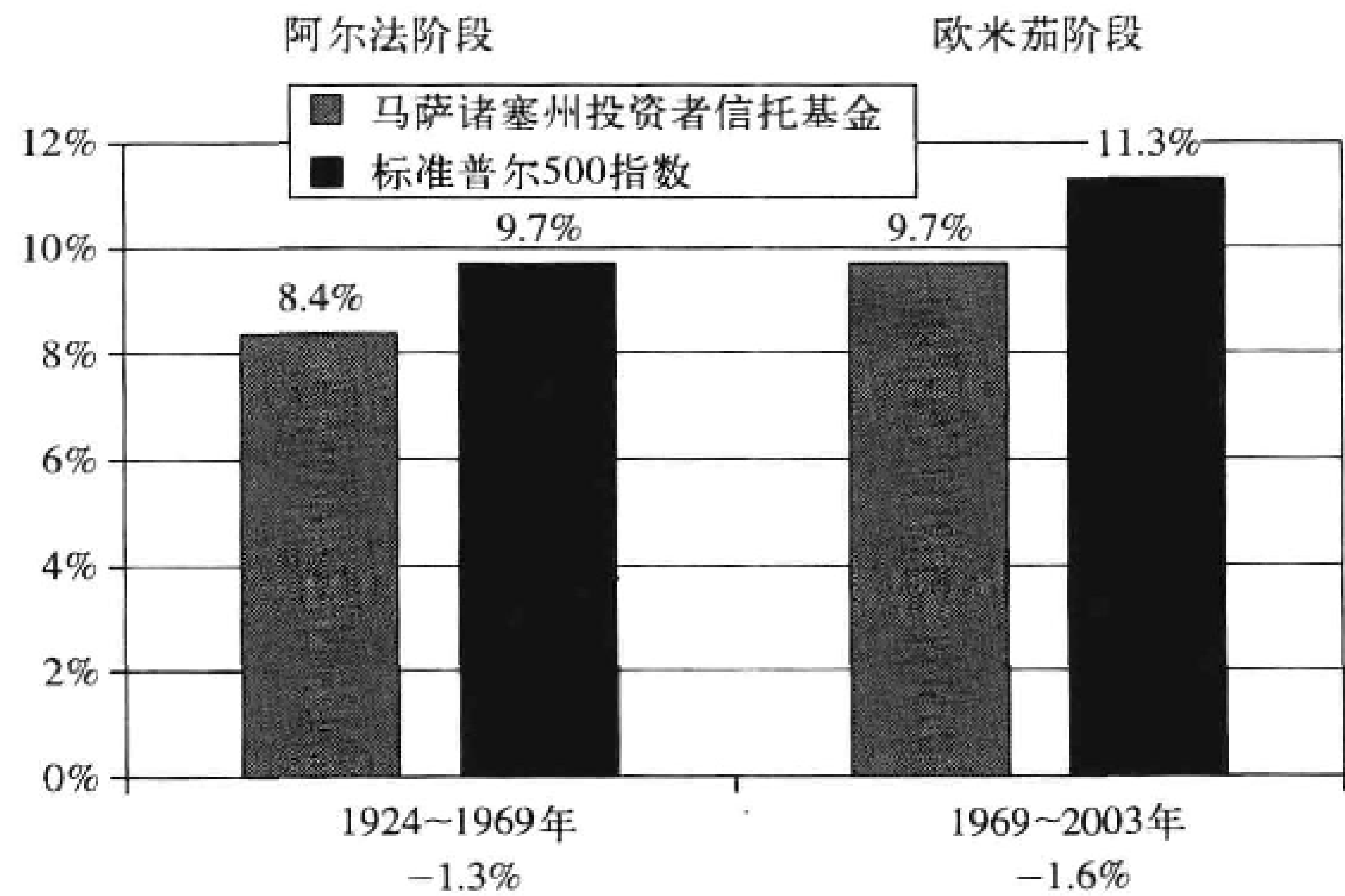


图6-3 马萨诸塞州投资者信托基金和标准普尔500指数：平均年化收益

在基金34年的欧米茄阶段，马萨诸塞州投资者信托基金年收益的逐渐增加的差额看起来并没什么大不了的。但是事实上，它真的很严重（见图6-4）。

因为复利的神奇作用，在1969年年末投资在标准普尔500指数上的每一美元的价值到2003年都增长到了38美元。然后扣除长期的复合成本，投资在马萨诸塞州投资者信托基金上的每一美元在2003年的价值仅有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

23.6美元——相对损失达到了38%。

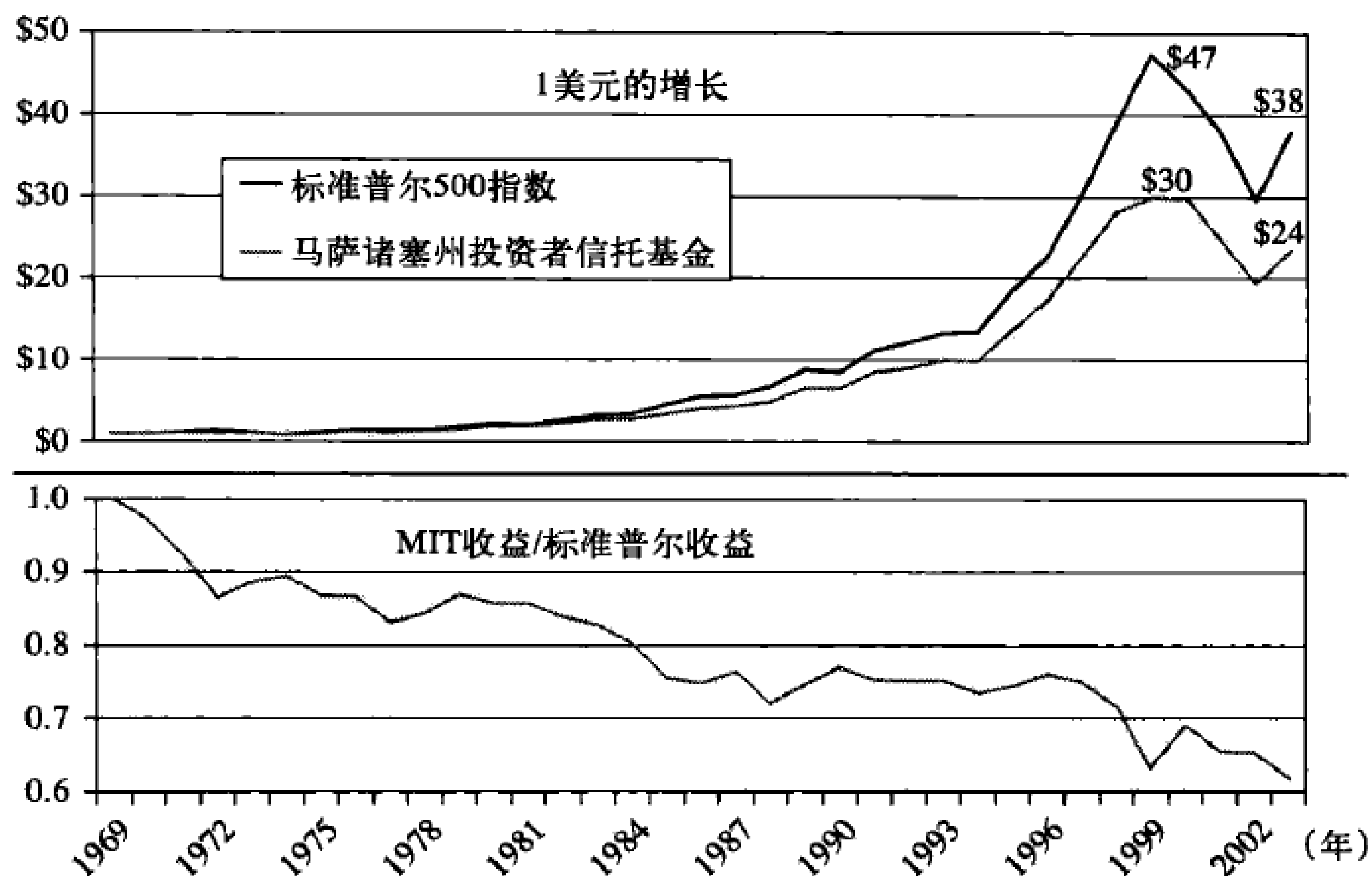


图6-4 马萨诸塞州投资者信托基金和标准普尔500指数的表现（1969～2003年）

惠灵顿集团：从欧米茄到阿尔法

当1969年马萨诸塞州投资者信托基金抛弃了它的阿尔法共同结构而转向外部管理的欧米茄结构的同时，正好有另外一家公司正在进行着相反的行为。费城的惠灵顿集团［11个联合起来的共同基金，总资产规模达到24亿美元（它相比之后合并起来的马萨诸塞州投资者信托基金和马萨诸塞州投资者信托基金的姐妹成长基金的总资产要低上超过10亿美元）］由惠灵顿管理公司负责运营管理。这个管理公司主要是由它的管理层和公共股东一起持有的。它的股票最近的交易日创造了50美元的新高，这几乎是它首次公开发行价格的3倍。尽管经历了沸腾岁月之后的种种艰辛，股票市场还是再次反弹了，并向它1973年的最高点发起了冲击。公司也随之繁荣发展。

通过它的股票上市的融资，1967年惠灵顿管理公司兼并了波士顿投资顾问公司Thorndike, Doran, Paine and Lewis（IDP&L）有限公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TDP&I也是Ivest基金的管理者，Ivest基金曾是在那个沸腾年代中表现最抢眼的一只基金之一，很快它就变成了惠灵顿集团资本流入的增长点。然而，尽管当马萨诸塞州投资者信托基金已经走向了另一个方向，惠灵顿集团的CEO（也是惠灵顿基金的主席[㊀]），还在考虑欧米茄结构是否对于基金份额持有者来说是最优的结构，最近阿尔法结构的消失是否提高基金份额持有者的收益同时提高基金公司在行业中的地位。

在1971年9月，他对公众发表了他的担心。在公司合伙人的年度会议上，他发言讨论了基金共同化的可能性，并引用1934年大法官哈伦·菲斯克·史东的以下一段话来开始他的评论。

> 刚刚落下帷幕的这个金融时代的很多错误和主要的缺陷都可以归结于我们未能遵从受托人原则，“一臣不侍二主”，这个同“圣经”一样古老的概念。那些名义上服务于委托人的基金经理却把这些委托人的利益摆在最后，这意味着我们已经完全忽略这个原则的含义了。[㊁]

惠灵顿的CEO认可了这种观点，并描述到：

> 我有一个古老的偏见：考虑到所有事情的话，专业化的企业不会欢迎拥有大众股东的。的确，可以想象这样的情况，来自大众股东对利润增长的压力会和一个专业化组织的负责任的运营管理行为是对立的。尽管基金经理的领域拥有商业化和专业化的双面性，但是这两者之间的矛盾最终应该是以有利于客户的方式来调和的。

接下来，他开始思索这种调和应该如何来达到。①共同化，通过让基金兼并购买管理公司。②内部化，通过让管理层拥有这个管理公司。双方在“成本附加”的基础上签订协议，让管理层拥有取得良好业绩和

㊀ 当时任职的正是我自己，但在这里我更愿意用第三人称来表达。这种职位重叠的冲突在当时和现在都是这个行业的常态。

㊁ Harlan F.Stone, “The Public Influence of the Bar,” *Harvard Law Review* 48, no.1 (1934): 8-9.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保持工作效率的激励，但是不具有通过公众销售而资本化利润的能力。③有限的内部化，让基金自己负责行政管理和销售方面，投资管理则交由外部的管理公司。

欧米茄到阿尔法

在三年的时间内，这个首席执行官就被逼到了这样一个困境中。他不仅仅要谈论共同化的话题，更需要身体力行去实践这个话题。甚至在1973～1974年熊市开始之前，惠灵顿的业绩就开始恶化。1967年，惠灵顿基金资本净流入还是2.8亿美元，而在1973年就变成了资本净流出3亿美元。公司旗下的投机型基金们遭遇了严重的资本亏损，其中大多数都在20世纪70年代结束之前就被兼并了。惠灵顿基金的旗舰保守型基金的总资产从1965年的20亿美元跌到少于10亿美元，而到1980年，保守型基金的总资产规模更是跌到了4.8亿美元。1968年每份额基金2.52美元的收益下降到1974年的1.14美元，股票价格跌到了9.75美元，之后甚至跌到了最低的4.87美元（见图6-5)。这一系列让人绝望的事件已经足以让1967年建立的美好的合伙关系支离破碎了。惠灵顿管理公司的CEO在1974年1月23日被解雇了。但是，他依旧保留着基金和相对独立的董事会的主席位子。

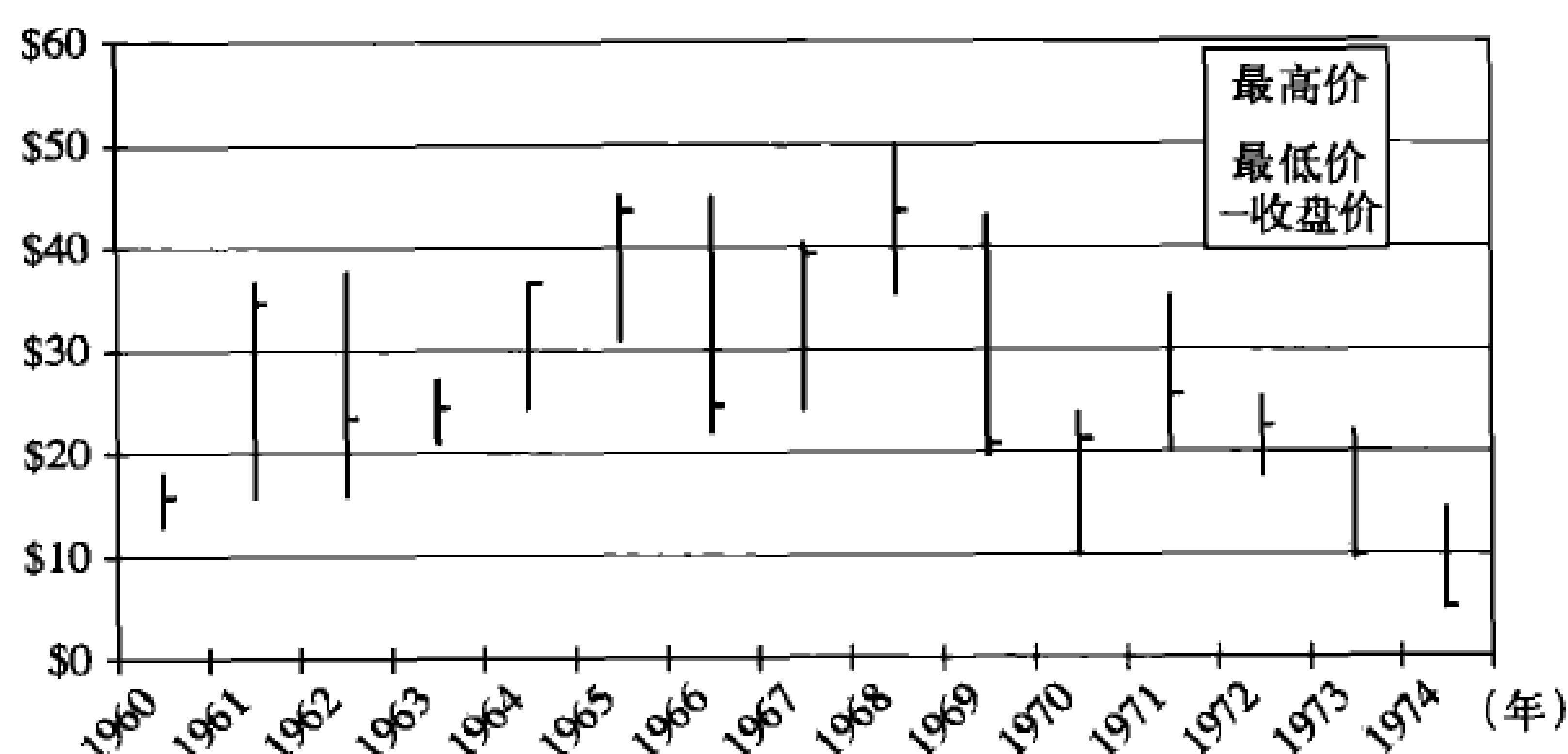


图6-5 惠灵顿管理公司股价（1960～1974年）

就在CEO遭到解雇前没多久，在公司的墙上手写着这样的标语，意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着改变正在酝酿当中。1974年1月12日，CEO递交给共同基金董事会一个提议，希望实行基金的共同化并且按照一个内部管理的形式来运营。

我建议惠灵顿共同基金集团收购惠灵顿管理公司和它的企业资产。基金将为此支付大约600万美元（调整后）的公司股票市值[⊖]，来获取400万美元的流动资产和固定资产以及剩余200万美元代表“永续经营”或是商誉的企业价值——惠灵顿管理公司将变成基金的全资子公司，而按照“成本基础”为基金提供投资咨询和分销服务，这将每年节省200万～300万美元的支出。

人们只需要理解投资管理业务惊人的高额利润率，就可以想象出这个净并购成本200万美元的并购在不到一年的时间内所能取得的回报了。当惠灵顿的股价暴跌的时候，它的手续费收入减少了，然而公司的税前利润率仍然保持在健康的33%（960万美元的收入，包括费用640万美元，利润320万美元）。尽管基金的主席公开承认这种向共同化状态的转变是共同基金行业前所未有的，谨慎的基金董事会还是很有兴趣让他扩大他提议的范围，对那些可以帮助基金在最低的合理成本下为股东取得咨询、管理和行政服务的最好方法提供一个综合的评论。[⊜]董事会还让惠灵顿管理公司做一个类似的研究。

截至3月11日，主席完成了第一份报告，标题是《惠灵顿集团投资管理公司未来结构展望》，报告提供了7种结构选择，而董事会决定主要关注其中四种。

- ▲ 维持现状，保持现有的关系；
- ▲ 内部行政管理——由基金内部负责行政管理，而分销和投资建议业务由惠灵顿管理公司负责；

⊖ 在这个建议中，基金仅仅获得惠灵顿的共同基金业务，而惠灵顿的咨询业务依旧留给合并之前的合伙人。

⊜ John C.Bogle, “The Future Structure of the Wellington Group of Investment Companies,” Part I (March 11, 1974).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▲ 内部行政管理和分销——只有投资管理咨询业务由外部的惠灵顿管理公司负责；

▲ 共同化——由基金来兼并所有的惠灵顿基金有关业务的外部公司。

这份未来结构研究阐明了最终的目标：独立。注意到这种结构在《1940年投资公司法案》中明确地考虑过。主席写道："目标就是让基金有合理的公司、商业和经济上的独立性。"但是他的研究补充到，这种独立被证明是这个行业的一种幻觉，因为"基金只不过是公司的一个壳，没有任何能力管理他们自己的事务……这种结构已经被共同基金行业广泛接受了超过50年"。

他大胆地总结道："我们所面临的问题是，这样一个传统的长期被接收的，令我们在一个有很少的道德法律限制的环境中成长的婴儿般的基金行业满意的结构，是否就是这些时代最完美的结构以及未来最完美的结构？或者说基金是否应该追求这种结构？""独立性"这个词中所隐含的对自己命运更大的控制能力。尽管基金的主席明显地倾向于他最初的有关共同化的提议。他准备用以下的文字来精简他的研究结论："或许，我们面临的问题不是关于是或者不是，而是惠灵顿集团何时会变成完全独立？"

很快这就变成了现实，尽管不是完全的共同化，但他还是应该比较满意了。在如此多的研究之后，还是出现了更多的有时看起来甚至是无止境的争论，董事会在1974年1月11日做出了决定。他们选择了较少争议的方案2，公司将在自己的运营官员的指导下设立自己的行政部门，正如作为董事会的顾问美国证券交易委员会前任委员理查德 B. 史密斯所说的，"行政部门将对由惠灵顿管理公司提供的外部（投资顾问和分销）服务实施监督和评估"。这位顾问又补充到，"这个决定并不应该被视为内部化额外的职能的第一步……而内部化这种结构是一种可以值得期待将会延续到将来的结构"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入先锋集团

在那个夏末，让主席惊喜也让他失望的是，董事会决定惠灵顿管理公司不再保留它原来的名字。尽管惠灵顿基金仍然保留它的名字，但是仍需要为管理公司寻找一个新的名字。9月时，他提议给公司取名叫做“先锋”，在经过更多次的争议后，董事会批准了这个名字。先锋集团成立于1974年9月24日。在1975年早期，证监会没有过于刁难就通过了基金提交的有关这次变更建议的代理声明，基金份额持有者也通过了这一提议。在1975年5月1日，作为基金的全资子公司，完全按照成本来运营的先锋集团正式成立运营了。

但是在各种协议还墨迹未干的时候，有些事情就开始变化了。因为基金公司仅仅控制了基金集合体运营/投资/分销三大业务中最不重要的一个分支，所以主席开始了接下来的一系列想法。正如之后他写道：

> 这是一种胜利，但是我担心这更像是一种出征舞式的胜利。那些阻碍我们经营投资管理和分销服务的狭隘的授权，并没有给先锋公司足够的权力去控制它自己的命运。为什么？因为基金业的成功不是来自于行政管理如何出众。虽然这些事务也需要有献身精神，有技巧地、准确地去被管理和控制，但是基金的成功还是决定于基金的类型、基金如何被管理、是否有超额的投资回报以及基金如何有效地被营销和分销。我们仅仅被分到了1/3的面包，而且是最不重要的那1/3。那另外的2/3要么成就我们，要么毁灭我们。[⊖]

这个面包的另外一个1/3很快也被争取到了。新命名的先锋集团很快以一种开放性的方式，进入了投资管理领域。在公司开张之后短短的几个月之后，基金的董事会批准成立了基于标准普尔500指数的指数基金。指数基金在1975年的后期成立。当1976年基金的首次公开发行完成之后，

⊖ John C.Bogle, *Character Counts: The Creation and Building of the Vanguard Group* (New York: McGraw-Hill, 2002), 5, 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它令人失望地只募集到了1 100万美元的资金。但是，世界上第一只指数共同基金诞生了。现在它成了世界上最大的共同基金。

在公司富有争议地跌跌撞撞闯进股票投资领域之后仅仅五年，公司开始全面承担起先锋集团的债券和货币市场基金的管理。十年后，先锋集团也开始依赖定量技术而不是基本面分析去管理股票基金。一系列的外部顾问们仍在管理着先锋的主动型基金和平衡型基金，他们在先锋集团总计7 000亿美元的总资产中占据了大约1 800亿美元的资金（惠灵顿管理公司目前仍在管理着惠灵顿基金，从诞生以来已经拥有了75年的历史了）。

羽翼丰满的阿尔法集合体所带来的更高的收益回报

指数基金IPO使得投资管理公司也归入了先锋的麾下。而共同基金面包中最后的1/3也在那之后短短的5个月内被争取到了。在1977年2月9日，另一个前所未有的决定把基金份额的分销业务也装了进来。在被政治性控告的环境中和最狭窄的边缘上度过了有争议的又一个十年，基金的董事会终于接受了主席的建议：基金终止了与惠灵顿管理公司的分销协议，剥离了所有的销售费用并抛弃了负责销售惠灵顿基金几乎半个世纪的经纪人—交易员组成的分销体系。一夜之间，先锋剥离了它整套的分销体系。从原来的卖方驱动的有申购费用基金渠道转变为买方驱动的无申购费用渠道。尽管被给予的授权还比较狭隘，但是它把这个羽翼初成的组织放在了一个崭新的前所未有的轨道当中运行。

那么先锋集团成长为一个羽翼丰满的阿尔法集合体——全面的共同化，这又对基金份额持有人来说意味着什么呢？首先，它意味着更低的基金运营成本，平均的费用比率从1975年的0.67%下降到了2002年的0.26%，下降幅度超过60%；其次，早期8.5%的前端费用被永久性地剥离了。那么既然金融市场上的毛利减去成本等于投资者所获得的净利的话，成本的削减必然会导致投资者收益的提高。

这些仅仅是先锋集团从欧米茄到阿尔法的转变所带来的。之后29年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间里随之而来的是，惠灵顿集团的绝对收益（非常的好运）和相对收益都得到了较大的提升。特别是，它的平衡型基金在1974～2003年提供了12.9%的年均收益率，事实上这个成绩超出了那不受管理的基准（无成本，35%比重的雷曼债券综合指数和65%的标准普尔500股票指数）这个用于和惠灵顿基金比较的组合产生了12.3%的年均收益率。而同期的平衡型基金的平均收益率只有11.1%（见图6-6）。在前半部分的比较期间，（1945～1974年）在欧米茄结构下，基金的年均收益率仅仅只有5.7%，落后于基准收益率（7.6%），整整1.9个百分点。

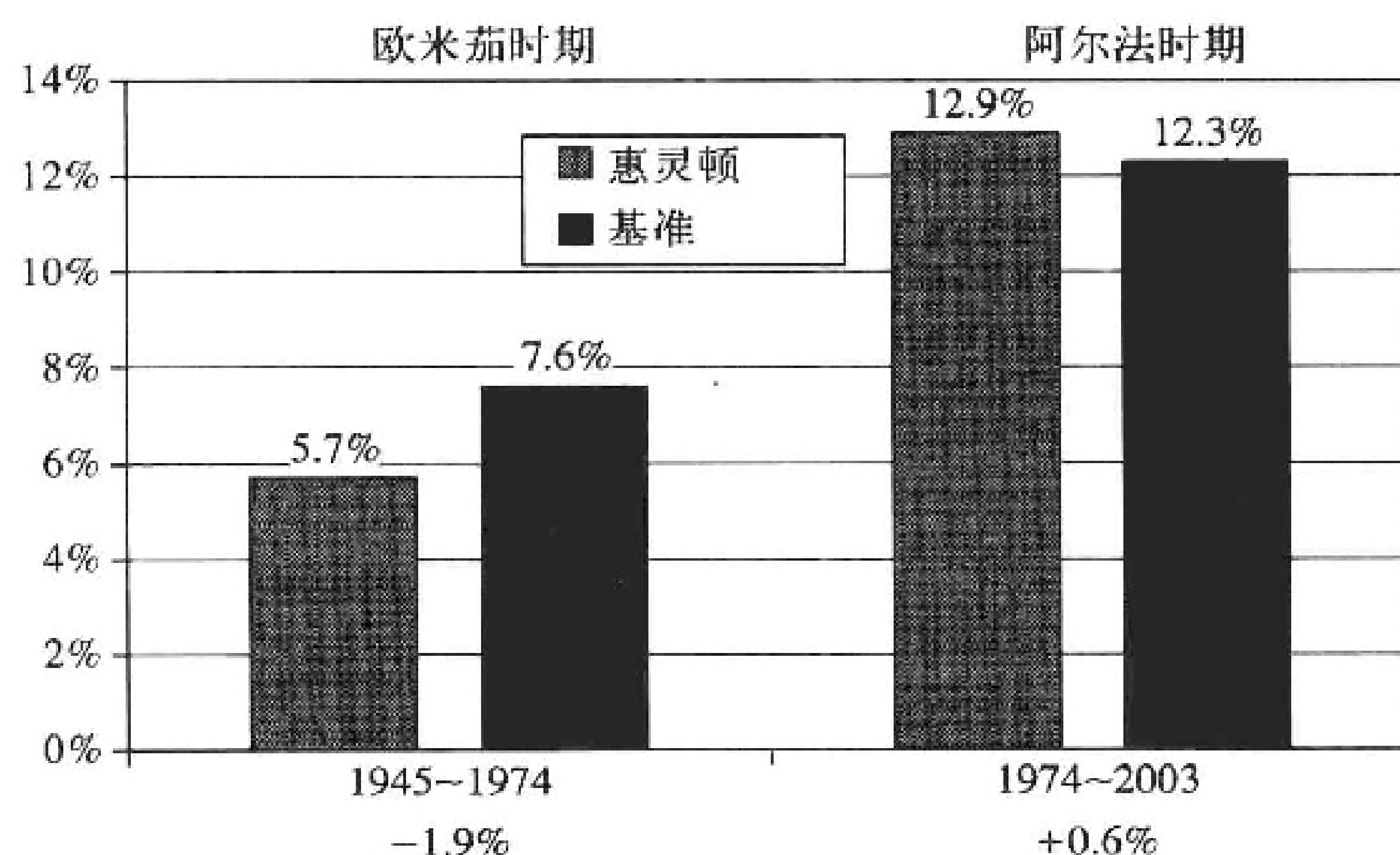


图6-6 年均收益率惠灵顿基金VS基准

之后相对收益率近乎奇迹般地增长了2.5个百分点，原因在于成本的降低。基金的平均费率，尽管之前0.56%的水平已经足够低，但后来依然下降了20%达到0.45%，而销售费用则被彻底地剥离了。然而，自从1978年以来，收益率的提高主要还是由于基金投资策略的改变，新的策略中基金的管理层命令那些不情愿的顾问们让惠灵顿基金重新回归到传统的收入导向的策略之上。惠灵顿基金在20世纪60年代晚期和70年代的时候，已经严重地偏离了这个传统的策略。结果就是：截至2003年年底，在1974年投入到惠灵顿基金的每一美元都会增长到33.60美元。而另一方面，平衡型指数基金基准仅仅增长到20.96美元，比惠灵顿基金落后了40%。图6-7下方的图和图6-4下方的图形成了鲜明的对比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

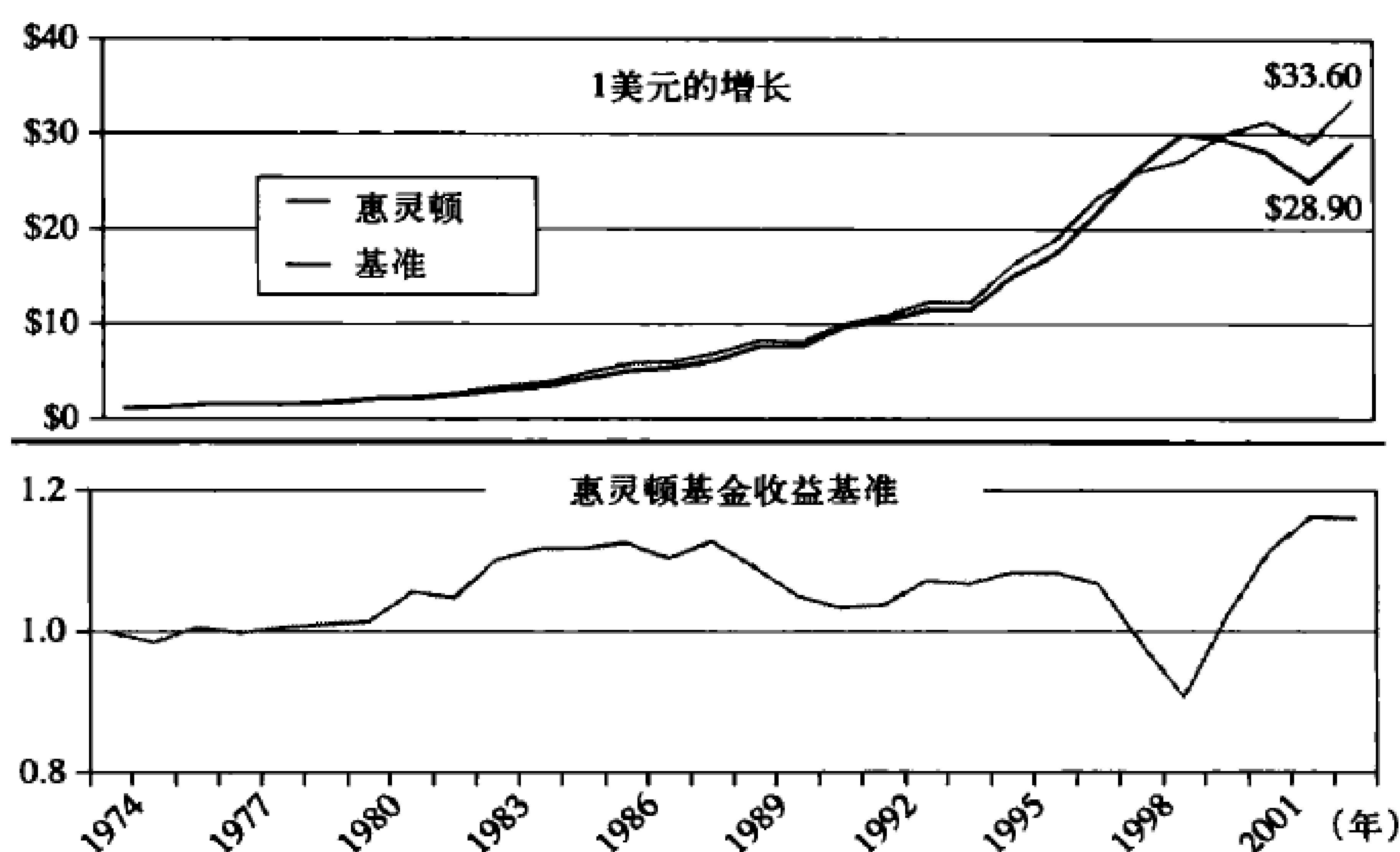


图6-7 惠灵顿基金和基准的表现（1974～2003年）

除了直接的成本的影响，并不容易分清楚有关投资业绩的其他因果关系。惠灵顿基金回归它保守的投资传统带来了巨大的益处，在全新的阿尔法结构下，惠灵顿管理公司变成了一个外部的投资顾问，它必须努力表现来保留它独立的客户。这本身就会带来较大的益处。尽管我们并不确定，但是作为阿尔法模型中的一部分保持彼此之间一定距离的这种关系显然也是没有害处的。

阿尔法VS欧米茄：更低的成本和更高的市场份额

不管在什么情况下，我们都知道在费用率和基金净收益之间存在着很强且普遍的联系。例如，我们都知道，单个基金10年的收益率和它的成本之间的相关度是惊人的−0.60。我们也知道在过去的20年中，成本最低的前1/4的股票型基金的收益率要比成本最高的前1/4的股票型基金每年高出2.5%。成本越高，收益越低。而且很明显的是，阿尔法基金的运营成本是相对低廉的，而欧米茄模型下的运营成本是昂贵的。

这种成本之间的差异在这两种基金集合体之间不会更大了。在1960年之前，市场上主要都是单个的共同基金，而之后越来越多的多样化的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金集合体出现了。两类基金管理下的资产规模也基本类似。20世纪50年代的上亿美元级别，到20世纪六七十年代的十亿美元级别，再到80年代的百亿美元级别。之后，他们就分道扬镳了。尽管马萨诸塞州金融服务公司在2000年市场顶峰的时候，资产规模增长到了940亿美元，但是先锋集团增长得更快，在2000年达到了5 600亿美元。

在马萨诸塞州金融服务公司基金还处于阿尔法结构的晚期，马萨诸塞州金融服务公司基金的费用率平均还低于0.25%。而在它新的欧米茄模式下，它的费用率增长到了1984年的0.67%、1988年的0.92%、1993年的1.20%，再到2002年的1.25%，在这整段时间内增长了421%（见图6-8）。相反，在先锋基金处于欧米茄结构的晚期，先锋的费用率平均是0.6%。而在它新的阿尔法结构下，它的费用率下降到1984年的0.54%、1988年的0.40%、1993年的0.3%，在2002年更是降到了0.26%，总体上整整减少了60%。

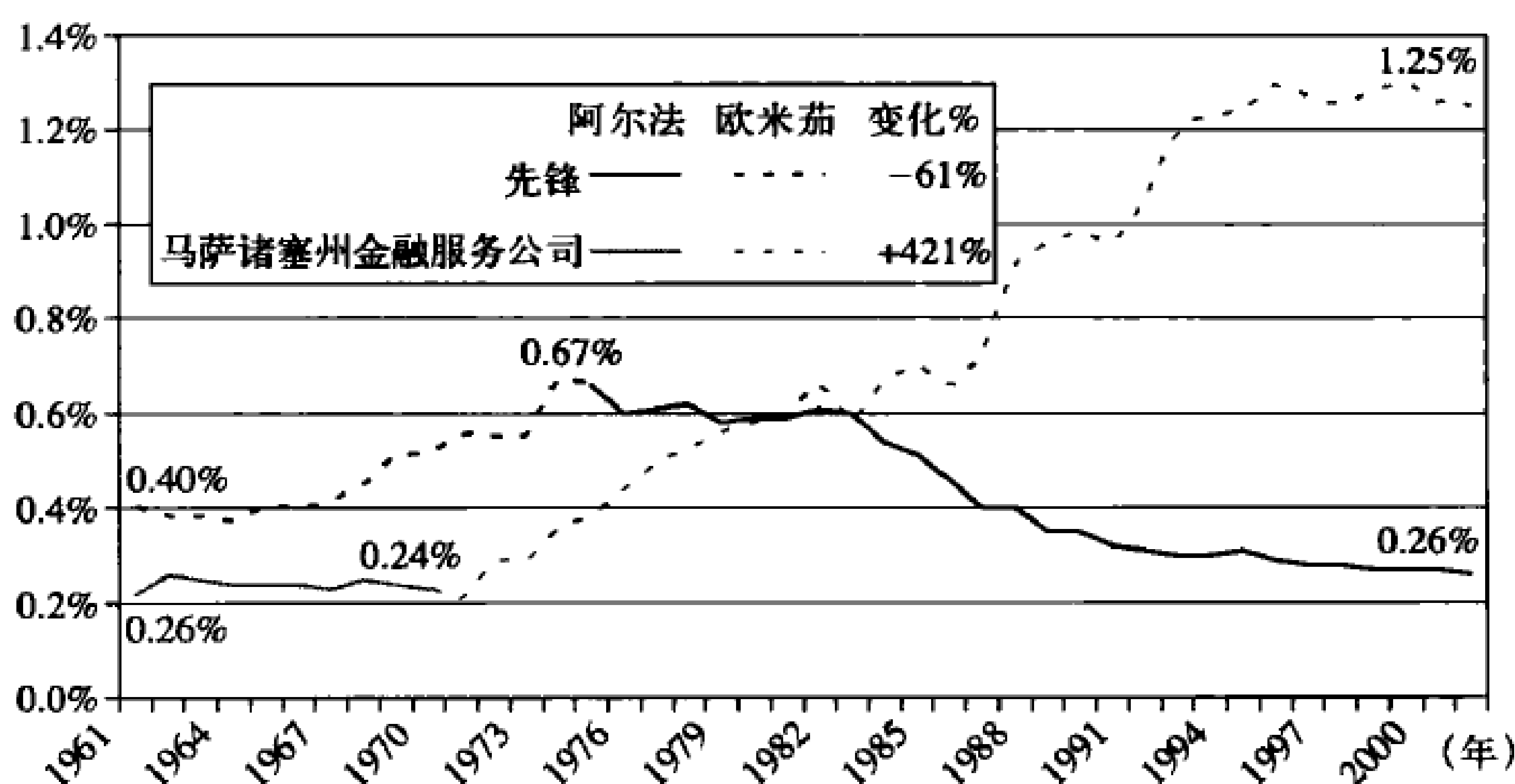


图6-8 阿尔法和欧米茄：先锋和马萨诸塞州金融服务公司的费用率

这些比率看起来是很微小的，但事实上并非如此。它们代表着几亿甚至是几十亿美元的金额。2003年，欧米茄结构下的马萨诸塞州金融服务公司基金总资产达到780亿美元，而它的费用率是1.25%，包括管理费、12b-1费用以及运营成本，总计9.75亿美元。如果它们还保持原有的0.25%的费用率的话，它们的成本将仅仅只有1.95亿，整整节省了7.8亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元（见表6-1）。相反，2003年，阿尔法结构下的先锋集团的资产规模总计6 670亿美元，费用总计17亿美元，费用率为0.26%。假如费用率仍旧维持在早期欧米茄结构下的0.6%的话，先锋的费用将总计达到40亿美元，这将意味着给它的基金份额持有者带来23亿美元的额外成本。

表6-1 阿尔法结构的优势表现

	马萨诸塞州金融服务公司	先锋
2003年资产	780亿	6 670亿
欧米茄费用率	1.25%	0.60%
产生费用	9.75亿	40亿
阿尔法费用率	0.25%	0.26%
产生费用	1.95亿	17亿
在阿尔法结构下节省费用	7.8亿（预测）	23亿（实际）

在阿尔法结构下，先锋不仅能够很好地为份额持有者创造价值，而且能够很好地执行它的商业战略。管理资产的规模从1974年的14亿美元，增长到现在的接近7 000亿美元。它在整个共同基金行业的整体份额也得到迅猛的提高。尽管因为较晚进入货币基金市场使得它的市场份额从1974年的3.5%下降到了1981年的1.7%，但从那之后它的市场份额经历了持续、稳定并且飞速的增长（见图6-9）。2004年开始，先锋的行业占有率达到了9.2%——迄今为止任何一家公共基金所能达到的最快市场份额增长。

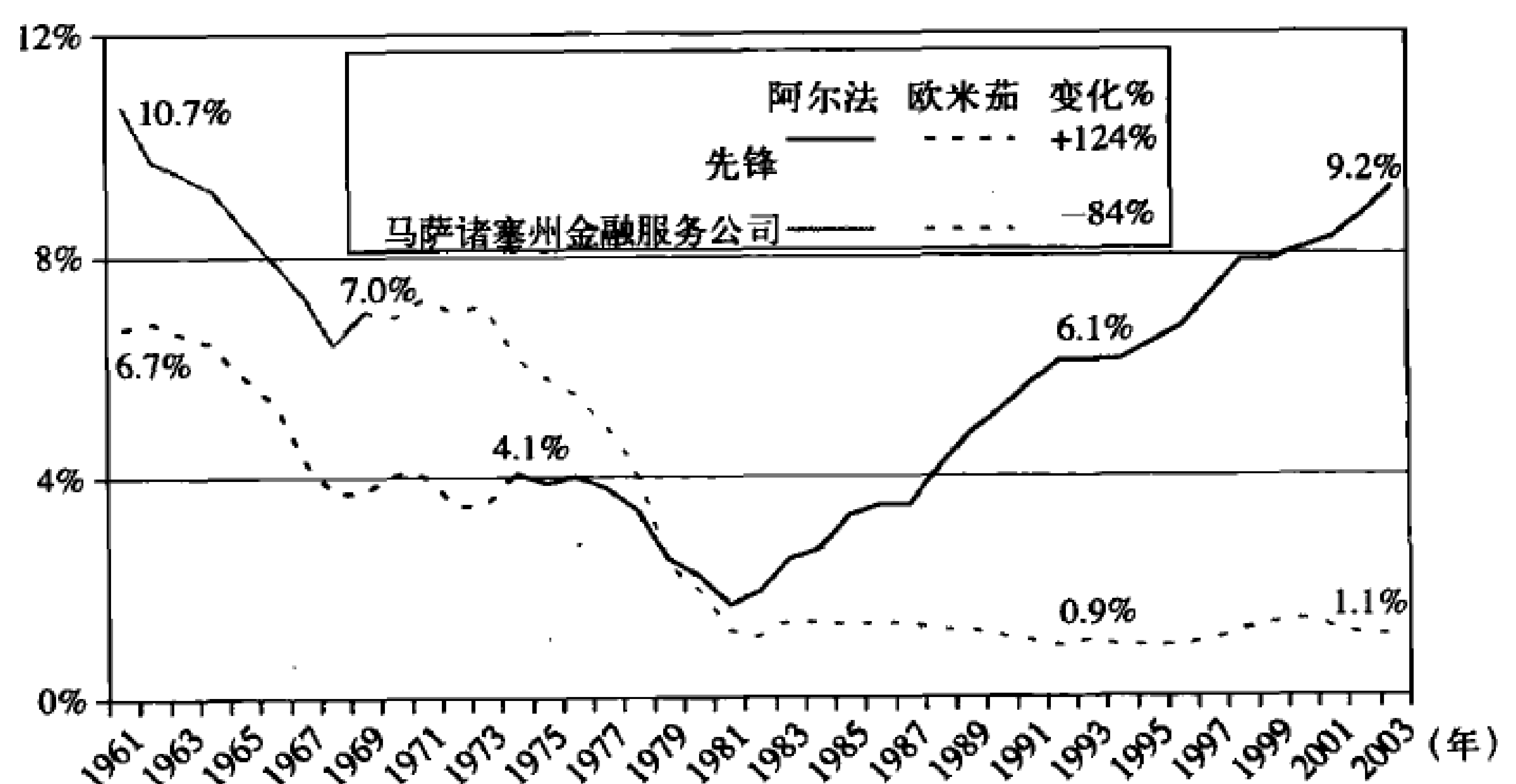


图6-9 阿尔法和欧米茄：先锋和马萨诸塞州金融服务公司的市场份额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马萨诸塞州金融服务公司资产规模的增长也同样迅猛：自从1969年它抛弃了原有的阿尔法结构时的33亿美元，增长到现在780亿美元。然而，它的市场份额在结构变化之后的几年中明显萎缩，从原来的7%跌到了1982年的仅有1.1%，这个占有率一直维持到今天。从我们可以衡量的程度来看，马萨诸塞州金融服务公司从原始的结构转型到现在的欧米茄结构（如今这个行业最流行的策略）不仅导致了成本的增加从而减少了基金份额持有人的收益，而且被证明是在高度竞争的基金市场中的一种失败的策略。

尽管如此，欧米茄策略还是有一些重要的值得关注的地方：它给基金的管理者带来了丰厚的回报。在1969年去共同化之后，马萨诸塞州金融服务公司一直都是私有化的公司。它的利润一直是由自己的管理层和员工分得的。然而，在1981年，在一次奇怪的交易中，公司把自己卖给了加拿大永明人寿，它如今的股东（马萨诸塞州金融服务公司的管理层目前持有公司8%的股权）。根据永明人寿的财务报告反映，马萨诸塞州金融服务公司在1998～2002年的五年时间内累计的税前赢利为19.24亿美元，相对他们的初始资本投入的收益斐然——对永明人寿的股东来说是一个价值接近20亿美元的金矿。

严峻的考验

阿尔法基金模式和欧米茄基金模式都经历了基金行业整整80年历史的考验（仅仅在1970～1974年这个阶段，市场上没有阿尔法基金模式的存在）。马萨诸塞州金融服务公司1924～1969年这45年之间的卓绝表现，更不用说先锋集团从创始以来的繁荣兴旺，我们几乎找不到阿尔法基金模式中所存在的任何巨大的缺陷。然而，商业中的经济学原理仍然是新的阿尔法组织建立的重大阻碍。如果基金是有成本运营的话，管理公司的股东将没有利润可赚了。之后并不让人感到吃惊的是，先锋的结构被人模仿，甚至是全盘复制。

令人感觉矛盾的是，马萨诸塞州金融服务公司基金从阿尔法基金模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式到欧米茄基金模式的转型出乎意料的轻松。而先锋从欧米茄到阿尔法的转型却遭到了舆论和监管的双重压力。尽管惠灵顿基金的行政管理内部化进行得很顺利，即使是指数基金的管理的内部化也没有能够引起监管部门的多少兴趣，但是分销的内部化却引爆了一颗炸弹。它遭到了惠灵顿基金的份额持有人的反对，份额持有人们要求并接受了证监会的正式听证，这据说是投资公司法案颁布以来历史上最长的一次听证，回忆起来，在法庭上就度过了整整10天，之后监管机构又审核了相当长的时间。最终，在1978年7月，考虑过这些问题之后，当时主持听证会的法官就先锋申请联合承担基金份额的营销和发行的财务及行政责任的案子做出了决定：拒绝。我们又一次回到了原地。

在这个问题上，证监会在很长的一段时间内都成功地说服基金公司不能把自有的资产用于分销（很明显，所有主要的基金集合体都要支付这一类的分销费用，但是还是成功的，虽然有些疑问，说服了那些基金经理，这是从他们自己的利润中支付的分销成本）。在1977年2月，我们做出了零申购费用的决定之后没多久，我们就成功申请到了一个豁免，让基金可以为分销支付一个有限的费用金额（最大限额是净资产的0.2%）。尽管我们的申请计划理由有些技巧性，但是这个计划将为我们节省因分销而支付给惠灵顿管理公司的每年210万美元的咨询费用，虽然我们为此支付了130万美元的分销费。承担分销的责任，不会给基金份额持有者带来额外的费用，反而将会为他们每年节省80万美元。

令人高兴的是，在等待证券委员会和基金持有人同意的时候，证监会允许我们临时负责分销业务。所以先锋事实上从1977年就开始运营自己的分销系统了。尽管当初法官拒绝了我们的申请，他还是给了我们机会来修改我们的计划。在经过一些技术性的修改之后，我们在1980年后期重新递交了申请。长期以来达摩克利斯之剑一直悬在我们身后，我们小心翼翼地开展着分销活动。终于在1981年2月25日，把一直以来威胁着我们的宝剑挪开了，委员会最终做出了决定。

这个决定对先锋来说就是一个"本垒打"。我已经找不到更好的词

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇来形容这个决定了。委员会的决定本身就是最好的说明：

先锋的计划是同投资公司法案的条款、政策以及立法的目的是一致的。董事们因此可以了解更多有关成本削减情况以及知道更多有关基金所提供各种服务的业绩表现的信息，从而更好地评估这些服务的质量。事实上，这一点是对法案立法目的的延伸。

这个计划将会改进对股东的披露，让股东对公司的运营情况拥有更多的信息来做出判断，让股东可以根据形势更从容地变更投资顾问。这个计划也会在公平合理的范围内让每一家基金公司收益。

特别是，先锋的计划推动了一种健康可行的基金集合体，其中每一个基金都可以更好地发展。先锋的计划让基金们认识到可以从咨询费用中节约一大笔钱；先锋的计划推动了从规模经济中产生的节省；先锋的计划同样赋予了基金们对分销体系直接并且无利益冲突的控制。

因此，我们认为同意我们面前的这个申请是合适的。

这个决定是一致通过的。我们最终正式地完成了转换。从我们运营了几乎半个世纪的欧米茄模型转换到了羽翼丰满的阿尔法共同化基金模型。我们的欢乐是深远和无限制的，我们对未来的乐观是没有边际的。

一个最基本的原则却常常被忽略

委员会的决定，按照它自己直白的语句来说，是建立在“1940年法案的基础政策之一：基金应该为了股东的最大利益而管理和运营，而不是为了顾问、分销商和其他人的利益。”这看起来是普通法律中最基本的受托人原则和信托原则了。但是，对于委员会来说很明显的是，尽管它刚刚审批通过了阿尔法基金模式，但整个基金行业的其他人还是在按照欧米茄模式去运营。在欧米茄模式下，顾问、分销商以及基金管理公司坐上了司机的位子。

事实上，早在15年前，证监会便积极地建议立法上的改革来保持股东和管理层之间的利益平衡。1996年12月2日，在一份提供给州际和外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国商业内务委员会，名为《投资公司成长的公共政策介绍》的报告中，证监会尖锐地指出，“那些使用自己的员工内部来管理的公司的管理成本要比按基金资产规模定额支付管理费的外部管理的基金的管理成本要低很多”。

在考虑到基金费用水平（1966年，在当时看起来，每年1.3亿美元的数额很巨大，但是到了2003年，费用已经猛增到了每年320亿美元），养老金计划和内部管理基金所支付的低得多的费率，公共持有的管理公司每年平均48%的税前利润率，外部咨询师对基金的有效控制，以及“竞争压力的缺乏、披露的有限、股东投票权的无效性和独立董事行使职权的障碍”等这一切之后，证监会推荐采用“合理的法定标准”，这种标准被描述为一种基本的受托人准则来确保那些从与投资公司之间受托关系中获益的公司，在收取服务费时，不能够比它们在与公司保持一定距离的关系中收取更多的费用。

证监会把这种合理描述为“一种表达清楚并很容易实施的标准”，这个标准可以用来衡量支付给管理公司的管理费用的公平性。这些管理公司和它们管理的基金保持受托人关系。

这个标准不是仅仅通过为个人投资者提供的可比较服务的费用或是由那些外部管理投资公司所收取的费用来衡量的，而且是通过那些内部管理基金的管理成本或是养老金以及其他非基金客户的管理成本来衡量的……以及通过能够为基金股东所带来的利益来衡量……还通过可持续的投资业绩来衡量。

“这一次，委员会并没有准备推荐更激进的法定要求，来推行强制性的内部化和按成本计的服务表现，”证监会的报告补充到，因为这可能对小型基金来说意味着更高的成本……或是不能够提供一个胜任的全职员工……可能对于新的投资公司的发展来说被证明是一个阻碍。因此，委员会相信，“相对这个激进的强制性内部化的解决方案来说，另一个选择也应该给予公平的尝试”。如果合理性的标准“不能够解决在管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用中所存在的问题的话，那么更多彻底的措施可能都值得考虑”。

可惜的是，委员会关于“合理性”的建议从来没有得到过尝试。基金行业强烈抵抗这个建议，并积极地向国会游说。最终，5年之后，在《1970年投资公司修改法案》中，委员会不得不勉强接受了一条无力的法律条文，法条中仅仅要求投资顾问们关于自己提供的服务按照受托人原则来收费，而所支付损害赔偿金仅仅限于真实收到的管理费。法律条文中甚至都没有就合理性的组成做出任何定义，甚至在33年后，所谓更多彻底的措施仍然还只是在考虑当中。

在1966年的报告中，证监会也表达了对某种趋势的担忧。那时越来越多的管理公司以远远超过自身账面价值的价格卖给了其他公司。委员会认为在这种转让中具有某种出售受委托机构的元素在里面，而这种行为是普通法严格禁止的。证监会同样也表达对于在早期普遍存在于咨询合约中的非法交易的担忧。委员会建议禁止管理公司的出售，如果这种出售行为会为基金造成任何额外的费用或是负担的话。这其中的含义就是基金已经为此承受了沉重的负担。而这个含义已经被众人所忽略，甚至于这种保护也已经被接下来的法律所稀释削弱了。

如果证监会最初的建议可以实行的话，他们或许已经很好地抑制了导致今天基金行业难以摆脱的高费用率加速的趋势了。在1965年引起委员会担忧的0.87%的平均股票基金未加权费率如今已经增长了86%，达到1.62%（如果你认为用资产加权的费用率来衡量很好的话，那么结果就是从0.51%增长到0.95%，同样是86%的增长率）。

然而，当看到是费用比率而不是具体金额的时候，我们欺骗了自己。当算上股票基金迅速成长的资产规模之后（从1965年的260亿美元到2003年的3.36万亿美元），股票基金的费用从1965年的1.34亿美元猛增到了2003年的大概319亿美元（见表6-2）。基金费用整整上涨了238倍。而股票基金资产规模只增长了128倍，规模经济在这个行业看来极度不正常。如今，只有阿尔法基金集合体证明了基金行业中存在巨大的规模经济。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表6-2 规模经济在哪里

	1965年	2003年	变化
总计股票资产	263亿	33610亿	+128倍
平均费用率	0.87%	1.62%	+86%
加权费用率	0.51%	0.95%	+86%
费用产生	1.34亿	319亿	+238倍

另外，1966年证监会对于咨询合约中非法交易的担忧是具有相当的先见之明的。尽管大量的基金管理公司在当时就已经通过首次公开发行走向了公众，但是大部分基金管理公司还是私人持有的。今天在50家最大的基金管理公司当中只有六家公司（如果包括先锋公司的话，就是7家）是私人持有的，而有36家是被巨型金融混业集团所拥有，从永明人寿、Marsh and McLennan，到德意志银行和AXA，再到花旗集团和摩根大通。在这些完美商业模式公司的控制之下，基金管理作为一项专业化职业的想法逐渐褪去也就不奇怪了。正如我在1971年的一次演讲中所说的，这些公司就像"原始的共同基金企业的金融类继承人……如果被一家公众持有的公司服务对于基金份额持有人来说是一个负担的话，那么这种负担是不是应该永久地存在下去呢？"

很明显，这种负担应该永久存在下去。事实上，基金的董事们对这些非法交易的发生保持了一种默许，他们看上去更愿意忽略掉这些附加在基金上的负担。这些基金只是庞大的混业集团公司的一小部分，而这些集团公司的收益目标是它的资本回报率，甚至可以牺牲基金份额持有人的资本回报率。当这种转换被提出的时候，基金的董事本可以很容易地坚持费用的削减甚至是共同化，但是他们从没有这样做。在最近发生的一次交易中，一家大型的基金管理公司出售给了雷曼兄弟（交易金额为32亿美元），之前的费用结构被完整地保留下来，没有进行任何的更改。至少迄今为止，董事们看起来仍不愿意行动起来，即使当一个被丑闻困扰的公司即将被拍卖掉的时候（Strong管理公司）或是已经成为集团的一部分的时候（Putnam，在过去的5年中，为Marsh and McLennan提供了大约40亿美元的税前利润）。然而"公共所有权的负担应该一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在下去的”想法不得不接受挑战了。

是时候改变了

是时候在共同基金行业做些改变了。我们需要重新平衡基金经理和基金份额持有人之间的利益关系。尽管《1940年投资公司法案》中明确表示要把基金份额持有人的利益放在第一位，然而事实上往往基金管理人的利益被摆在了份额持有人利益之前。为了重新夺回基金份额持有人利益的优先地位，我们需要国会：①任命一个独立的基金董事会主席；② 任命不超过一个的管理公司董事；③任命一个基金的员工或是独立的顾问为董事会提供客观的信息；④设立一个联邦标准，按照法案现成的话来说，就是“确保董事都会尽到受托人义务”⊖来使得基金是按照他们份额持有人的利益去组织、运营和管理的，而不是按照基金的顾问和分销商的利益。

五年前当我在写《共同基金常识》的时候，这些变化最终会让独立董事“变成他们所代表的基金份额持有人利益最狂热的拥护者……他们会积极地和基金的顾问沟通……他们会要求和业绩挂钩的管理费用，这样的话，只有基金投资人获利了，基金管理人才能跟着获利……独立董事将会挑战12b-1费用的使用情况……那些由销售人员搞出的不经审批就核准的基金把戏不再会出现了……都变成了法律要求下他们原本应该具有的受托人的样子”。

我接下来说道，另外，可能更加值得期待的是，这个行业需要“一种更激进的重组——基金行业至少一部分的共同化……基金（或者起码是大型基金家族）可以由自己运作，那些由外部管理公司赚取的高额利润将可以被基金份额持有人来分享……基金公司将会不再把钱浪费在昂贵的营销费用上，那些营销公司总是牺牲原有投资者的利益来吸引新的投资者。但无论这种结构具体是什么［一个（新的）传统形式或是一个真正的共同化形式］基金份额持有人和基金董事都对基金拥有控制权的

⊖ 这一句话将会被加入法规中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结构将会最终导致这个基金行业为基金份额持有人增加经济价值”。这才是这个行业最终应该走向的方向。

如何从欧米茄转变到阿尔法

在它存续的45年中，马萨诸塞州投资者信托基金在几乎80年前创立的阿尔法运营模式都很好地为基金份额持有人服务着。如此类似，在先锋将近30年的存续期中，我们的阿尔法模式给份额持有人带去了惊人的低成本以及与同类基金相比超额的回报，更不用说壮观的（无人能比的）资产增长以及市场份额提升了。作为一个基金份额持有人可靠的赢家策略，我们的阿尔法模型已经通过了时间的考验。

当然，我们享受了一个我们竞争对手看来“不公平”的优势。既然是基金份额持有人拥有先锋（锁、股票和木桶）他们的任何投资利润无论在什么情况下都不会分配给管理公司的所有者——个人、公众或是那些金融集团。换一种方法来说，我们的机构是我们股东利润中的一个重要元素。所以也就不奇怪了，正如经济学家彼得·伯恩斯坦观察到的，“那些个人投资者所赚取的财富离不开管理财富的行业结构本身”。

因为马萨诸塞州投资者信托基金已经抛弃阿尔法模式很长一段时间了，先锋独自依旧在测试这种模式。在欧米茄模式盛行的今天，这是唯一的一个例外。但我还是不能如此简单接受这样一个事实：今天的基金模式，正如“欧米茄”这个词所意味着的那样，是共同基金行业发展的最后一个阶段。这种模式没有很好地服务它的投资者，这再明显不过了。当今行业高昂的运营和交易成本已经导致（也必将导致）在过去20年中股票基金的平均收益率要比股票市场自身的收益率低上3个百分点。债券基金和货币市场基金也类似地因为成本的原因落后市场本身。而由于我们更关注于吸收资产和营销的活动，这会让股票净投资者平均所享受的基金收益相对股票市场本身收益落后更多——最起码另外6～8个百分点。

我很清楚行业回归原始的阿尔法模式将会简单很多——不用面对行业中被重重保护的强大力量以及谁的经济利益至关重要的问题。但是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我相信这是所有份额持有者、竞争以及立法都应该走向的方向。尽管在我的有生之年，可能看不到这个目标的实现了，甚至在我的大多数读者的有生之年内都很难实现，但是我相信投资者们永远不该忽略自己的经济利益。

然而，如果国会只是给基金的董事们施加一些责任，而这些责任我们大多数人都相信董事们从来不会主动实践，我找不到任何理由认为立法会要求完全的共同化。只要咨询公司是由这样的管理者来管理的，这些管理者有责任感并把基金份额持有者的利益放在第一位，并且会在提案中表达出他们的献身精神——对收费以及营销活动的严格自我限制，主要关注长期投资策略以及为基金份额持有者提供优质的服务，我们永远也就不需要考虑共同化。另外，当一个基金集合体达到了一定的规模和年龄的时候，当它变得更商业化而不是专业化的时候，诚实客观地来看，那么则非常有必要进行共同化（阿尔法模式）了。当然，共同化并不容易，的确这个行业中没有其他人比我更了解达到这个目标的过程中的阻碍。但是，只要我们愿意，我们一定能够找到方法。

结构、策略和精神

然而，请理解我。尽管欧米茄结构在服务基金持有人的时候造成了许多共同基金行业的严重缺陷，但是阿尔法结构也绝不是治疗这些缺陷的万灵丹。因为一个把基金份额持有人利益放在中心和首位的共同化结构，单靠它自身是远远不够的。如果没有合适的策略，这种结构也会收效甚微。完美的话，共同化的策略应该集中在运营成本更低和更节俭的运营活动，在营销费用上最小化无谓的浪费，以及对于股票、债券和货币市场基金都应该关注长期投资的智慧而不是短线投机的愚昧。

可惜的是，策略往往并不能很好地配合结构。我们只需研究一下人寿保险行业，看看它敏感的共同化结构最终是如何瓦解的。它们过于强调销售的作用，而明显缺乏对成本的关注，几乎所有巨型共同人寿保险集团在它们最终抛弃原始的阿尔法结构很长一段时间之前，就已经把服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务的策略丢还给了保险客户。

但是，我们的欧米茄共同基金行业想重回阿尔法结构，仅仅依靠结构和策略也还远远不够。我们需要的是共同化的精神（一种信托责任的精神、一种诚信义务的精神和一种包含一切的保管人的精神）一种为9 000万位把自己辛苦赚来的钱交由共同基金行业管理的基金份额持有人全心服务的精神。正如最近的丑闻所显示的，我们需要监管来抑制我们的贪婪。正如自从证监会发布1966年的报告之后我们的行为所表明的那样，我们需要立法来改进我们的治理结构，这是我在这篇文章中描述的完美阿尔法结构的发展中关键的一步。然而，没有任何监管和立法可以带来一种信任和被信任的精神。信任一定来自扎根于组织内部的品质（不管是阿尔法结构还是欧米茄结构）那些体现着信任精神的企业必然最终会统治整个共同基金行业。我们基金的未来将依靠一个简单的价值实现，那就是“管理别人的金钱是一种神圣的职责和庄严的信任”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章

事物的新秩序：把共同化重新带回“共同”基金[⊖]

我非常荣幸，可以在这里，乔治·华盛顿大学的国家法律中心发表2008年曼纽尔 F. 科恩的纪念演说。我很高兴一部分原因是因为我在证券交易委员会主席科恩27年任期的后一段时间中，认识了科恩。他1942～1961年为普通员工，1961～1969年出任委员会委员，而在任期最后的5年中，他出任了证券交易委员会的主席。在我的印象中，他是一个睿智、聪慧、直爽、坚强、不喜欢拐弯抹角并且具有崇高的个人品质和职业操守的人。不用说，我对这位完美的公仆有着最高的崇拜之情。

在1969年离开证券交易委员会之后，他加入了Wilmer，Cutler & Pickering的私人法律部门，但是仍旧在乔治·华盛顿大学法律学院演讲，来为证券行业中有重大影响的一些问题大声疾呼。在他还是证券交易委员会主席的时候，科恩的其中一个演讲为我今天下午的演讲设定了主题。

⊖ 本文改编自2008年冬季的《威克森林法律评论》上的一篇文章，这篇文章之后在2008年2月19日，作为我在华盛顿特区的乔治华盛顿大学法律学院发表的曼纽尔 F. 科恩27周年纪念演讲的演讲稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那个在有关共同基金的联邦法律会议上发表的演讲题目就是简单的"'共同'基金"[一]，是的，他在共同这个词上加了一个引号。而我今天评论的标题和主题也同样遵循了这种模式。"事物的新秩序：把共同化重新带回'共同'基金"，请注意这里的共同也加上了一个引号。

事实上，共同用在我们的基金行业是一个不合适的形容词。所有共同基金真实的运营以超乎我们想象的方式远远偏离了共同性这个概念。听听科恩主席在他1968年的演讲中所说的，"'共同'基金的基本概念看上去极具欺骗性的简单。但是，它所具有的显著特征提出了一个很严重的问题，那就是共同这个词是否合适"。尽管那些共同保险公司的投保人以及共同储蓄银行的存款人最起码被公认为是在分享机构的利润，但是共同基金却不同，因为共同基金需要支付给外部的管理公司管理费用。而这些管理公司是为了自己公司股东的利益而赚取利润的，这与基金份额持有人的利益完全不同或是相反。

科恩主席直截了当地说道："这个外部的费用结构提供了一个真正的机会来让基金经理们建立令人羡慕的名声。"在演讲中，他说道，毕竟，钱在那里，尽管我们都知道"共同"这个词的一般用法和含义，但是基金成立以及销售的主要原因还是为销售基金和管理基金的人赚钱。

当然，他是对的。事实上，所有的共同基金都不是按照基金份额持有人的利益来组织、运营和管理的，而是按照它的管理人和分销商的利益。按照这种目的来运营基金到底是不是不合适，或是错误，或是不道德呢？可能不是。但是，如果这种结构本身来说不是非法的，这个行业的行事方式中有一些直接违反了《1940年投资公司法案》中条规要求投资公司必须按照基金份额持有人的利益来"组织、运营和管理"[二]，而不是按照管理者或是分销商的利益[三]（有趣的是，共同基金这个词在法

[一] "'共同'基金"，该文是曼纽尔 F. 科恩在1968年共同基金大会上所做的演讲稿，棕榈泉，加州，1968年3月1日。

[二] Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C.§ 80a-1(b)(2)(2000), available at www.sec.gov/aboutlaws/ica40.pdf.

[三] *In re:The Vanguard Group, Inc.*, Investment Company Act Release No.11,645, 22 SEC Docket 238 (Feb.25,1981).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条中没有出现过）。

传统结构中唯一的例外

现在，当我说几乎所有基金都是在外部管理结构下运营的时候，请注意我没有说全部。1974年，先锋的诞生标志着我努力尝试着建立一个真正意义上的共同化基金家族，摆脱存在于基金和其顾问之间存在的利益冲突，来把那些为外部管理人准备的巨大利润直接返还给基金持有人。我们集团中目前的150家基金都拥有自己的管理者（先锋集团有限公司）的股份，按照它们在集团总资产中所占的比例并按照相同的比例，来分摊在总集团运营中发生的费用（也就是说，如果一家先锋旗下的基金的资产占到了总资产的1%，那它就拥有先锋集团1%的股份，并承担相应的先锋集团运营费用的1%）。

基金以及它们的管理公司的董事都是同样的。我们9个董事中有8个都是与公司独立的，而只有唯一一个董事（首席执行官）是出任高级职员的。没有一个董事被允许附属于任何一个基金的外部咨询机构。[⊖]我们的基金基本上都是按照成本基础自我运营和管理的，而可以让我们的股东得到投资管理中的巨大的规模经济效益（也就是说，管理100亿美元资产的成本不会是管理10亿美元资产的成本的10倍）。所以把先锋描述成为唯一真正的“共同化的”共同基金集合体是相当公平的。

这种以基金持有人为先的结构为先锋基金的投资者节省了巨大的开支。例如，在2007年，我们的综合费用率是0.21%，比我们最大的竞争对手的综合加权费用率（0.97%）低0.76个百分点。算上2008年我们1.2万亿美元的平均资产，节省的费用在2007年就达到100亿美元。而截至2009年，我们为共同基金份额持有人累计所节省的开支达到1 000亿美元。

⊖ 先锋基金资产70%的投资建议（主要是指数、债券和货币市场基金）都是来自于先锋的内部，剩下30%的投资建议是来自于外部的顾问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“共同化”从何处来

先锋的结构在行业纪录中是特别的。尽管第一只共同基金（马萨诸塞州投资者信托基金，成立于1924年）是由它自己的受托人而不是外部公司来管理（在1969年它抛弃了这种结构转为外部管理结构），但是它的份额还是由一个单独拥有的分销公司来负责营销和融资的。尽管Tri-Continental集团（现在的Seligman集团）中的基金很长一段时间都是由它们自己的管理公司按照成本基础来运营的，但管理者还是作为基金投资交易的经纪人和交易商从中赚取了大量的（未公开的）利润。[⊖]在1978年，这种结构也同样被转变成外部管理结构了。

“共同化”这个词既然都没有在《1940年投资公司法案》中出现，那么它又从何而来？我用尽各种方法浏览了那些由Arthur Weisenberger公司出版的从1945年开始的古老的投资公司手册。直到在1949年（这个行业诞生1/4个世纪之后）的版本中，我才第一次看到“共同”基金的字眼。但是，尽管这个词的起源还是一个秘密，但是看起来自相矛盾的是它第一次出现是在整个行业开始抛弃它早期的共同性的价值之前没有多久。

历史证明了，从1924年美国第一只共同基金出现开始到20世纪40年代晚期，共同基金管理公司主要集中关注投资组合的选择和投资建议，而不是分销和营销。事实上，不仅仅是马萨诸塞州投资者信托基金的创始人们，还有道富投资公司，Incorporated Investors和基金行业原始的“三大基金”的创始人都把他们自己当做“古老的波士顿受托人在20世纪的化身”。[⊜]

在这个行业的早期，基金份额的销售通常是独立的分销公司的责任，这些分销公司是在销售收入中收取分销费用，而通常是和基金管理者相

⊖ 尽管基金本身是由TIAA-CREF所运营管理，并且USAA拥有一个和先锋的哲学类似的份额持有人导向的结构，但不同的是，他们事实上是由本身共同化的保险/年金提供人所管理，并由保险客户所拥有。尽管基金也像传统的外部模式一样给管理人支付费用，但是这些费用要比行业的平均少很多。

⊜ 这个引用以及后面3页中的引用都是来自于迈克尔·尤格的著作《用激情面对现实》（Xlibris，2006年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立的。例如，道富（一家研究和管理公司）合伙公司主要关注的是，因为这样他们就不会被销售活动来分散精力了。正如1933年他们在写给股东的信中说道，“我们意图把积极的基金销售活动和佣金交给经纪人，这样我们就可以把我们所有的时间和精力贡献给对投资问题的研究和学习”（他们做的显然比说的还好。在1944年，这家基金完全停止了它的基金份额销售）。

证券交易委员会中主要负责《1940年投资公司法案》的立法工作的委员，罗伯特 F. 希利（Robert F. Healy）法官也倡导着同样的精神。在1939年，他在法案听证会上证词开头是这样说的：“解决基金行业中令人震惊的不法行为的方法，就是拥有一群专家型的信托管理者，他们在分销信托证券中并不盈利。而他们的销售风格主要是依靠自己的销售号召力。这些管理者是通过对委托给他们的基金进行聪明细心的管理来赚取利润的。”希利法官说道：“证券交易委员会的委员们，很渴望保护投资不受到扭曲的销售行为伤害。为他们对市场的吸引力而设计的产品并没有，也并不一定要创造最好的投资。”

传奇的行业先驱保罗 · 卡伯特（Paul Cabot），道富的创始人之一，《1940年投资公司法案》的主要起草者之一，在这一点上与证券交易委员会观点一致。早在1928年，他就描述了在投资信托变动的年代，到处泛滥的不诚实、疏忽大意和无能、贪婪。他的意思是这些人为他们提供的服务收取了过多的费用。“即使一个基金是诚实的并且有能力的经营，也不值得去拥有它，原因很简单，因为在它里面没有我们所想要的。所有的利润都落入了营销者和管理者的口袋中。”

尽管共同这个词的来源还模糊不清，但当《1940年投资公司法案》在起草之际，那些加强这个行业精神的审慎的理想主义有理有据地论证了这个词语的用法。然而，共同基金行业开始从它原始的共同化精神，从它原始的投资者资产的保管人使命转变成了今天的销售人员的使命，以及科恩主席看起来所暗示的，让“共同”这个词的使用看起来更像是一种笑话的使命。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压断骆驼脊梁的稻草

同任何一种转型一样，逐渐颠覆基金行业的使命的巨大变化背后无疑有数不清的原因。作为一个包含一群小公司的行业，基金行业已经经营了数十年，它完全是被专业化的管理者私人所拥有的。这些管理者提供咨询服务，并主要关注为投资者托予他们的资产提供回报。这个行业渐渐变成了一群巨型公司，主要由公众持有并由公司高管所控制。这些高管的任务就是累积资产，并主要关注管理公司的股东的利益。然而，那古老谚语般的"压断骆驼脊梁的稻草"，是那些原本私有化的管理公司的股东们获得权利开始向外部出售股权，之后开始向公众出售股权，最后终于转变成了巨型的金融集团。

保罗·卡伯特并不赞成这种变化。对于他来说，基金管理公司的私有化是必要的。事实上，对于他来说，这在道德上是极其重要的。他尖锐地批评那些把股权卖给保险公司或是其他金融机构的管理公司。在1971年，他回忆到有关《1940年投资公司法案》的协议。"证券交易委员会和我们的行业委员会都一致认为：基金和基金管理公司之间的管理合约应该是附属于基金本身的，因此管理公司本身无权抵押、销售以及转让该合约，或是通过处理合约来获利。受托人无权把自己的工作转让给别人来获利。"

然而，讽刺的是，在1982年，保罗·卡伯特的继承人却恰恰这么做了，道富研究和管理公司的合伙人们把公司卖给了（自相矛盾的，之后共同的）大都会人寿保险公司，赚取了惊人的1亿美元的利润。基金董事会官方的理由是"道富公司与拥有强大的金融和市场资源的大都会人寿的联姻将会促进新产品和新服务的发展，基金认为这可能会使基金的股东受益"（卡伯特先生，至今仍是合伙人，按照1982年的通胀水平，明显获得了2 000万美元的收益）。

很难想象这些"新产品和新服务"是如何使得基金的股东受益的，即使它很有可能有利于管理公司，然而管理公司已经变成了保险巨头们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的子公司了。事实上，这个并购伤害了基金股东的利益。“业绩表现落后了，基金管理者在行业中的地位也由顶级降低成了平均。”截至2002年，大都会人寿就放弃了基金的业务，把道富研究和管理公司的股权以大约3.75亿美元的价格卖给了黑岩集团。黑岩集团在拯救黑岩最初的一系列行动当中，把这个行业中第三古老的基金合并到了黑岩的另一只基金当中。我仍然把这个事件认做“家庭中的一次死亡”。

水闸打开

道富的出售和再次出售只是被称做基金管理行业“非法交易”现象的一个小小的缩影。证券交易委员会在起草《1940年投资公司法案》的时候就对这种“非法交易”表示了深切的担忧。但是，尽管证券交易委员会和行业委员会一直认为基金管理合约是基金的财产，然而《1940年投资公司法案》并没有直接明确地表明这个重要的原则。所以，管理公司股权的出售也最终只是一个时间问题。这类销售向公众打开了拥有基金管理公司的水闸。

在1958年4月7日，美国法院第九次巡回审判，宣布在《1940年投资公司法案》第36部分下，1956年的保险证券公司（ISI）按照其账面价值的15倍销售它的份额，并没有构成“恶劣的不当行为”或是“恶劣的滥用信托”。证券交易委员会曾经参与法庭，反对此次销售，它提出如此高的售价代表了对于管理者受托人继承权的对价。

法院同意证券交易委员会的观点，认为“良好建立起来的权益准则应得阻止处于受托关系的管理人进行职务转让或是通过此种关系来牟利”。然而事实上，合约本身的价值代表的不是信托基金本身的资产，而是管理者可以通过转让他们与基金签订合约中所提供的服务来获利。

第九次巡回审判无论是好还是坏（我相信是后者⊖），美国最高法院

⊖ 《哈佛法律评论》1959年4月刊（72卷，6号）上有一篇文章和我的观点一致，对第九次巡回审判提出了批评：“如果法案是用来解释包容这样一个基本原则，即受托人对受益人应有个人意义上的忠诚，并且必须避免任何利益上的冲突，那么一个销售人员是不应该被允许为了个人利益去摒弃他的受托人义务的……”（180页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拒绝了诉讼文件转移。事情正是如此。正是那个在半个世纪前视野狭隘的法律决定，决定性地把整个行业放入了一个新的轨道中。在这个新的轨道中，管理者追求自己个人利益的精神要超过了原本管理者作为保管人追求基金持有人利益的精神。

在之后十年内，很多主要的基金公司都加入了股权公有化的浪潮中，包括Vance Sanders（现在的Eaton Vance）、Dreyfus、富兰克林、Putnam，甚至是惠灵顿（我在1951年加入的公司）。之后的几十年中，T.Rowe Price和Keystone（现在的Evergreen）都实行了公有化。在紧接着的这个年代中，许多金融集团兼并了很多基金行业的巨头，例如马萨诸塞州金融服务公司（一个基金集合体的管理人，而马萨诸塞州投资者信托基金只是这个集合体的一部分）、Putnam、道富公司、美国世纪、Oppenheimer、Alliance、AIM、Delaware和很多其他的基金公司。小溪变成了河流，之后河流又变成了汪洋。

今天（继续刚才的类比），基金管理公司的公有化潮水已经流入，而私有化却处于历史的最低水位。在50个最大共同基金管理集合体中，只有8家公司仍然保持着它们原来的私有化结构［包括富达、Capital Group（美国基金）、Dodge & Cox和TIAA-CREF］以及先锋，先锋是由基金份额持有人所拥有。名单上剩余的41家公司中，有9家是公共持有的（包括T.Rowe Price、Eaton Vance、富兰克林和Janus），另外32家是由银行、巨型经纪公司和美国以及国际金融集团拥有的。正如我们很快将看到的那样，这个看似不可抵挡的公有化的浪潮——更多是被金融集团持有的浪潮，侵害了基金份额持有人的利益。

先锋走上了另一条路

只有一家公司在抵抗着这个时代的浪潮。在今晚这个主题背景下，很值得去聊聊它诞生的故事。你可能会回忆到，1960年，我的雇主惠灵顿管理公司，是早期这个行业IPO潮流的先驱。在1965年，我被任命去领导惠灵顿公司时，意识到这样一个挑战，我们将同时服务于两个主人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而这两个主人常常有着利益直接的冲突。更明显点说，我们本来对我们的基金份额持有人和基金管理公司股东都负有受托人义务。然而，当原本私有化的股权变成公有化的时候，这个矛盾就恶化了。

在1971年9月，我公开表达了我的担心。在惠灵顿合伙人的年会中，我引用1934年大法官哈伦·菲斯克·史东的话来开始我的演讲，“刚刚谢幕的这个金融年代的大多数错误和主要的缺陷，都可以被归结于对受托人原则的忽略，以及对‘一臣不侍二主’这个与《圣经》一样古老箴言的漠视……那些通常作为受托人的管理者却把基金持有人的利益放在了最后，这暗示着我们已经彻底地忽略这个准则所给予的必要暗示”。我补充道，是时候该对金融专业管理与金融营销之间的矛盾做个调和了，而这种调和应该以客户利益为先。它是一个受托人原则的问题。

之后我还探讨了一些关于这个调和如何进行的方案，包括“共同化，通过基金收购管理公司……或是内部化，主动的管理层拥有管理公司，管理层的合约是基于‘成本附加’，他们具有足够的动机去追求业绩和效率。管理层没有能力通过公开销售来资本化盈利”。

在3年内，事态发展到我已经不是仅仅在谈论共同化了，而是不得不去身体力行。⊖即使在1973～1974年熊市开始之前，惠灵顿基金的投资回报就已经开始下滑（绝对基础和相对基础上）。之前，惠灵顿基金的巨额资金流入变成了巨额资金流出。我们的旗舰基金（惠灵顿保守型基金）的资产规模从1965年的20亿美元下滑到少于10亿美元，之后甚至下跌到4.8亿美元。惠灵顿管理公司的盈利也大幅减少，股价也随之下跌。这一系列可怕的事件足以摧毁我在1966年那个不走运的合并中经营起来的合伙人关系。在1974年1月23日，我作为惠灵顿管理公司的CEO被解雇了，但是，蹊跷的是，我仍然保留着共同基金主席的位子，这还要归功于大量分散（以及大量独立的）的董事会董事。

在被解雇之前没有多久，看见了墙上的字迹，我给共同基金董事会提交了一份建议书，提议惠灵顿共同基金集团收购惠灵顿管理公司及其

⊖ 这个交易另一个扩展的版本可以在第6章中找到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业资产。管理公司将变成基金控制下的全资子公司，而按照成本基础提供投资顾问服务和分销服务。谨慎的基金董事会还是让我补充提议的范围，并就如何让基金在最低的合理成本下获得咨询、管理等服务的最好方法做一个综合性的汇报。

1974年3月11日，我的第一篇报告完成，题目是《惠灵顿投资公司的未来结构展望》。文章提出了基金持有人的最终目标：独立性。在《1940年投资公司法案》所明确考虑的共同化结构中，这个目标是"给予基金合适的公司上、商业上以及经济上的独立"。我补充道，"但是，这种独立在这个行业中被证明是一种幻觉而已，基金就是一个空壳公司，没有能力主导自己的事务。这种结构被共同基金结构当做标准来接受已经超过50年了"。

在1974年6月11日，或许不令人惊奇，董事会拒绝了我有关基金收购管理公司的提议，而选择了另外一种选择，我提出的7种选择中最不具有破坏力的一种选择。我们建立了自己的行政部门，它服从它自己运营官员的领导和安排。而我仍旧继续担当董事会主席。如董事会顾问、证券交易委员会前任委员理查德 B. 史密斯所写的那样，我们同样应该负责"监督和评估惠灵顿管理公司所提供的外部服务（投资顾问和分销）"，理查德补充道，"这个决定不应视做内部化额外功能所迈出的第一步，而是一种将会持续延伸到将来的结构"。

尽管董事会同意惠灵顿管理公司将保留它原有的名称（惠灵顿基金也将保留原有的名称），但需要为新的行政公司来取个名字。我建议取名"先锋"，董事会同意了，尽管有些勉强。先锋集团在1974年9月24日成立。没有遭遇明显的阻力，证券交易委员会很快就批准了基金提出的有关名称变更的申请，而基金持有人也很快同意了。1975年5月1日，先锋集团正式开始营业。

然而，在那些种种批文还墨迹未干的时候，情况就开始出现了改变。正如我曾经写道的，先锋集团的成立是"代表着一种胜利，但是我担心，这只是出征舞似的胜利"。有关资产管理以及分销活动严格的限制将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使得先锋集团不足以控制自己的命运。为什么？因为基金行业的成功并不是由良好的行政管理来决定的，过去不是，现在也不是。尽管基金的事务需要有奉献的精神，有技巧地并准确地监督和控制，但是基金的成功还是主要决定于它本身究竟是什么类型的基金，决定于它如何被管理，决定于是否获得了超额的投资回报以及基金如何被有效地推广和销售。

我们最初决定成立一只新的内部管理的基金。矛盾的是（如果不是不真诚的话），它将是一只可论证的没有违反狭隘授权的基金，因为，从技术上来说，它没有任何人管理。它是全世界历史上第一只基于标准普尔500指数建立的指数基金。成立于1975年晚期，它的首次公开发行完成于1976年8月。尽管这次发售仅仅募集了微不足道的1 100万美元，尽管这个开始看上去并不是那么愉快，然而先锋500指数基金现在已经跻身全球最大的共同基金的行列。

随后不久，在1977年2月9日，我们就得到了基金营销推广的控制权。之后，在一场争论之后，基金董事会接受了我的建议，基金终止了和惠灵顿管理公司的分销合约，取消了所有销售费用，抛弃了自基金1929年成立以来一直负责销售惠灵顿基金份额的经纪商网络（我争辩到内部化分销网络并没有违反谅解备忘录。事实上，我们是在消除分销）。尽管董事会的批准只是给予了我们最小的余地，但是先锋集团还是向前迈进了，字面上是一夜之间，从我们依赖了将近半个世纪的卖方驱动的费用性渠道转变为我们沿用到今天的买方驱动的零申购费用渠道。在先锋开始经营仅仅21个月后，这个羽翼初成的组织就已经成为一个完整运营的基金集合体。我们所称的基金治理方面的“先锋实验”即将火热地展开。

让我们看看它究竟是如何工作的

先锋集团在它独特的共同结构下开始运营已经快34年了。而今天距离那糟糕的第九次巡回审判决定也几乎有50年了，那个决定为基金管理者打开了公众化的大门，开创了一个至今仍统治整个行业的联合时代。当然在你看来，这两件事情背后蕴涵的哲学一定是完全相反的。外部所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有权事实上要求投资基金被当做他们管理公司的产品，为了管理公司的盈利去制造（按照一种荒诞的说法）和销售基金。而在另一方面，公共化所有权把共同基金看做一个信用账户，是在审慎诚信的原则下管理的。⊖是时候来看看记录了，来对比一下公司遵照两种截然不同的哲学所带来的不同的结果。

正如我一直喜欢说的那样，先锋集团30多年的存在不仅被证明是一种商业上的成功，更是一种艺术上的成功。商业上的成功是因为我们的结构已经被证明是一种超级的商业模式。我们为投资者管理的资产从1974年建立时的14亿美元增长到了今天的1.2万亿美元。这个时候，事实上，我们或许已经是行业中最大的公司了（说实在的，先锋、美国基金和富达在近些年中一直交替领先。三家公司的任何一家所管理的资产都是第二梯队公司管理资产的3倍，第二梯队包括富兰克林、Templeton和巴克莱全球）。

当然，股票市场在这个时期（至少是在2000年的早期）开始繁荣，而基金行业也跟着繁荣起来。先锋的市场份额从1980年的只有1.8%猛增到今天的10.6%，其中没有任何一年是下跌的。让我来描述一下市场份额上升的影响：如果先锋直到今天还维持在1.8%的市场份额的话，先锋管理的资产将只有2 200亿美元。然而，我们资产中1万亿美元的增长（80%）的资产来自于市场份额的增长。那些是从我们竞争对手那里抢到的（对于一个公司来说，我敢说这并不坏。尽管我一直坚持这样的哲学"市场份额只是手段，而不是目标。市场份额应该被努力赚取，而不是通过购买得到"）。

我们如何获取商业成功呢？通过我们艺术上的成功。我把艺术上的成功定义为，为我们的份额持有人提供超额的投资回报。而数据也的确表明先锋基金的业绩是很骄人的。相反，那些目前统治着整个行业的金融集团们，却一直业绩平平。

⊖ 我非常讨厌使用"产品"这个词来形容一个投资公司，在先锋的早期历史上，我们是禁止使用它的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，有很多种方法去衡量基金的业绩。我将使用其中一种依赖于晨星系统的比较合理的方法。在晨星系统中，我们将一家公司的风险调整后收益率与它的同行做10年的对比（尽管最近的年份会给予较多的权重）。比如一个公司所管理的大盘股成长型基金会与其他大盘股成长型基金做比较，它所管理的投资级别中期企业债券基金会于其他的类似基金做比较。在这个体系下，10%的基金公司获得5星（最高评级），10%的基金公司获得1星（最低评级）。2.5%的公司获得4星，2.5%的公司获得2星，中间35%的公司获得平均3星的评级。⊖

这个看起来比较简单的方法是计算每一个基金集合体中所拥有的4星和5星基金的百分比，扣除所拥有的1星和2星百分比。结果就是，提供超额回报的基金和提供较差回报的基金之间的平衡。虽然我从来没有看到过这种平衡（尽管有很多推广中提及公司拥有某只4星或是5星的基金），但是我还是认为不要落在1星或是2星的分类中，对于基金份额持有人来说也同样重要。

我们衡量了50家最大的基金集合体的收益，这50家最大的公司都管理着至少40只基金，不包括货币市场基金（拥有最多只基金的富达公司，旗下有471只长期基金）。这50家公司中只有一家管理的资产要低于250亿美元。这份引人注目的有代表性的名单中包含了超过8 800只基金，总资产规模达到7万亿美元，占据整个行业长期资产规模的80%。

完整的研究对于听众来说是有些过于冗长，但是我将把它放在本篇文章末（见表7-4）。我将向你们展示的（见表7-1）是一个总结，其中陈列了六家表现最优秀的公司，六家表现最糟糕的公司，以及六家表现平平但相当知名的公司。排名最高的基金集合体，也就是给投资者提供最高收益回报的，是先锋。我们旗下59%的基金处于顶级行列，而减去5%

⊖ 通过用基金的个数而不是资产规模来加权，这种方法有一个与众不同的优势，就是不用总是忽略销售费用的影响。这种方法中包含了"B"和"C"分额的收益，它们往往资产规模较小，但是销售费用仍旧计入了费用比率中。这种方法会更真实地展示基金为每一个分额等级的投资者所带来的真实回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处于末端行列的基金，我们总的业绩评分时+54。⊖

表7-1 主要共同基金管理人：基金业绩①

基金排名占比				
	管理人	最高的4星或5星（%）	最低的1星或2星（%）	最高减去最低（%）
	1. 先锋	59	5	54
最高收益	2. DFA	57	7	50
	3. TIAA-CREF	54	4	50
	4. T. Rowe Price	53	9	44
	5. Janus	54	16	38
	6. 美国基金	46	20	26
平均收益	7. 富兰克林	31	22	9
	8. 摩根士丹利	32	30	2
	9. 富达	31	34	−3
	10. 巴克莱全球	27	31	−4
	11. AIM Inv.	20	34	−14
	12. 哥伦比亚基金	23	38	−14
最低收益	13. 高盛	15	55	−40
	14. Dreyfus	12	53	−40
	15. MainStay Funds	20	60	−40
	16. John Hancock	17	60	−43
	17. ING Investments	9	64	−55
	18. Putnam	4	62	−58

① 截至2007年12月晨星评级（仅含长期基金）。

和先锋一起跻身三甲的还有DFA和TIAA-CREF，它们的评分都是+50或以上（更巧合的是，这三家公司都是主要关注于指数策略）。排名第四的是T.Rowe Price（+44），紧随其后的是Janus（+38)和美国基金(+26)。老实说，我认为客观的观察家们都会同意在过去的十年中，这六家公司中至少有五家很显然地提供了超额的风险调整收益，这验证了这种方法的有效性。另外，更巧合的是，这六家公司中有四家都不是被公众持有的——先锋、DFA、TIAA-CREF和美国基金，并且这六家公司中没有一家是被金融集团所持有的。

⊖ 全面披露：两个更小的公司获得更高的评级，即只有4只基金的Dodge & Cox(+100)以及有31只基金的Royce and Associates(+65)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现最差的六家公司无一例外的都是巨型经纪公司或是金融集团的成员。他们的评分从高盛的−40到Putnam令人吃惊的−58。Putnam旗下只有4%的基金处于顶级行列，却有62%的基金处于垫底的行列。引人注目的是，50家公司大名单中垫底的17家公司都是金融集团持有的，而排名前十的公司中只有一家是金融集团持有的。㊀

中间梯队——那些创造平均收益的公司中包括一家由公众持有的公司（富兰克林，+9），一家由巨型投资银行持有的公司（摩根士丹利，+2），一家由私人持有的公司（富达，−3）和三家由金融集团持有的公司（都在平均水平之下，分别是−4、−14和−14）。把这三个梯队（良好表现、平均表现、糟糕表现）放在一起来看，很明显，真正共同结构下（只有一家）和其他三家私人持有的结构统治了顶级梯队，它们给投资者提供了超额的回报，整个梯队的平均评分在+48～+54。而垫底梯队的平均评分只有6。当然与之相较而言，由金融集团控股的公司的表现则更加糟糕，平均评分只有−46。其中只有13%的基金表现良好，而有59%的基金都被排在1星或是2星的级别。

从更高的权威下评估业绩

尽管我所选择的业绩评估方法不可避免地会不完美，但是我相信它不仅完全合理，而且是对其他方法的重大改进。但是，我们不要依赖于统计学去评估基金的业绩。让我们来看看基金份额持有人是如何评价自己所持有的基金的。很高兴，多亏了Cogent研究公司在2007年所做的一个调查，我们可以了解到基金份额持有人是如何评价为他们管理金钱的基金公司的（这项研究集中关注了那些至少持有价值10万美元的共同基金投资份额的持有人）。

《华尔街日报》㊁报道，Cogent的研究衡量了份额持有人的忠诚度

㊀ 其中Neuberger Bermom公司的成功，以+19排名第八位，主要是在2003年出售给雷曼兄弟之前所完成的。

㊁ 《华尔街日报》仅报道了调查中8家公司的评级，其他公司的评级在本文中可以获得。在业绩调查中的很多公司并没有参与忠诚度的调查。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（代表投资者对基金管理人的信任程度）10是最高分（明确推荐给其他投资者），1是最低分（明确不推荐）。每一个公司的评分是由把公司评为9或10分的投资者（支持者）百分比减去把公司评为5分或5分以下的投资者（贬低者）的百分比。在受调查的38家公司中，只有11家取得了正的忠诚度。总体的平均评分是−12，这意味着投资者对基金行业的信心并不让人乐观。

简单地说，基金份额持有人看起来"得到它了"。当我们把这些忠诚度评分和我们之前所做的业绩评分比较来看的话，我们会发现两组数据之间令人瞩目的（尽管不是绝对的）相关性（见表7-2）。事实上，先锋的业绩评分（+54）和忠诚度评分（+44）都是在行业内最高的，这两种评分非常接近。而Putnam的两项评分也非常接近（−58和−54），都是全行业最低的。当然，基金的表现同客户的忠诚度是有着联系的。

表7-2 主要共同基金管理人：基金业绩和份额持有人忠诚度

		基金排名占比	
	管理人	最高减去最低（%）	客户忠诚度分数（%）
最高收益	1. 先锋	54	44
	2. DFA	50	n/a
	3. TIAA-CREF	50	n/a
	4. T. Rowe Price	44	21
	5. Janus	38	−30
	6. 美国基金	26	12
平均收益	7. 富兰克林	9	1
	8. 摩根士丹利	2	−18
	9. 富达	−3	12
	10. 巴克莱全球	−4	n/a
	11. AIM Inv.	−14	−48
	12. 哥伦比亚基金	−14	−47
最低收益	13. 高盛	−40	−32
	14. Dreyfus	−40	−45
	15. MainStay Funds	−40	n/a
	16. John Hancock	−43	−10
	17. ING Investments	−55	−11
	18. Putnam	−58	−54

两组评分之间还是存在着一些重大的差异。但是我认为大多数差异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是可以解释的，因为我所做的业绩评分反映的是共同基金自己报告的收益。这种类型的报告有着一种重大的缺陷。直白点儿说，就是基金投资者们很少会关注报告的收益的准确性，即使这些收益被严重高估。这在基金行业非常普遍。对于每一个基金营销推广者来说，只有在基金达到了优秀的业绩标准之后才会有无法抵挡的冲动去推销基金的份额。可惜的是，这种冲动对于基金投资者也是无法抵挡的。然而，在获得超额收益表现之后，这些基金都无法抵挡地要重新回归到行业的均值，甚至是均值之下。那些曾经上涨的，看起来都必然会下跌。

最显眼的差异来自于Janus基金，业绩评分为+38，而忠诚度评级只有−30。让我们来看看它的纪录吧。在截至2007年12月31日之前的十年中，Janus旗下最大的5只基金平均年化收益率是9.3%，要高于标准普尔500指数5.9%的年化收益率。在这十年中的头三年，Janus的收益率猛增，远远高于标准普尔500指数的收益率，随着市场的繁荣，总计有500亿美元的资产流入Janus。但是，随之而来的熊市中，基金却垮台了。结果就是，Janus的投资者实际上是经历了令人郁闷的收益。

用数学来总结就是，在这十年中，一方面Janus旗下的基金报告了9.3%的时间加权的年化收益率，十年总的复合回报率为157%。然而另一方面，Janus基金的投资者，实际投资获得的资金加权年化收益率只有2.7%，十年总的复合回报率只有38%。也就是说，Janus的投资者实际所获得的收益要比Janus自己报告的收益低上119%。这个真实且巨大的差异，毫无疑问地解释了为何按照基金报告业绩所产生的高业绩评分会和按照Janus持有人真实经历而产生的低忠诚度评分之间有如此巨大的差异了。同样的经历也解释了投资者对摩根士丹利、AIM以及哥伦比亚（美国银行）信心的缺乏。

成本抬头

数据很明显了。真正的共同投资不仅为客户获得了回报，更是赢得了客户的忠诚。同样明显的是，金融集团们不仅让投资者失望，也更赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得（如果这个词合适的话）了耻辱。我们如何来说明这些收益之间的差异呢？显然，在业绩评分中存在一些运气、技巧和时间的因素，即使这些因素的波动在十年的时间内逐渐均衡了，即使在这些管理公司旗下拥有上百只基金的时候，这些因素的差异中大多数也抵消了。

然而，事实表明，在与同类基金相比的比较收益率中有一个因素起到了关键的作用。值得庆幸的是，它是一个长期有效的因素：基金在为投资者创造收益的时候所发生的成本。很明显，有着相同目标的基金，一样被有竞争力和有经验的专业人士管理着，那么在足够长的时间内他们所获得回报也是类似，但是这都是在没有考虑投资成本的时候。

基金的成本有很多种形式。主要的成本有：①费用比率（每年管理费用和运营费用占总资产价值的百分比）；②销售费用，代表购买基金份额所需要的成本；③交易成本（真实存在但是隐藏起来的费用，基金组合经理在执行投资决策时所发生的成本）。尽管交易成本我们不得而知，但是我所使用的“全部”费用比率（其中包含B和C份额等级中所涵盖的销售费用）是衡量基金成本最让人满意的方法。

现在让我们在之前的表格中加上一列来显示每个集团的费用比率吧（见表7-3）。[1]表现最好的三家公司仍然是之前提及的那三家公司，顺序也一样，它们拥有最低的年化费用率，平均0.31%。整个顶级梯队的平均年化费用率是0.69%。而对于中间梯队来说平均年化费用率是1.24%，要比顶级梯队高上整整80%。[2]而另一方面，垫底的梯队的平均年化费用率高达1.57%，比顶级梯队要高上整整127%。这些数据合在一起告诉我们，当我们在关注共同基金的收益率的时候，成本起到关键的作用。

[1] 因为基金费用比率的最大差异来源于股票型基金，所以我在比较中已经剔除了债券型基金的费用比率，它们通常都比较低。这样也抵消了因为基金管理人配置不同比率的债券而带来的失真。

[2] 这些基金是由巴克莱管理的，费用比率在0.41%，主要遵从低成本指数或是类指数策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7-3 主要共同基金管理人：基金业绩以及份额持有人忠诚度和成本

	管理人	基金排名占比最高减去最低分数	客户忠诚度	股票基金平均费用率
最高收益	1. 先锋	54%	44%	0.23%
	2. DFA	50	n/a	0.33
	3. TIAA-CREF	50	n/a	0.37
	4. T. Rowe Price	44	21	0.93
	5. Janus	38	−30	1.21
	6. 美国基金	26	12	1.06
平均收益	7. 富兰克林	9	1	1.48
	8. 摩根士丹利	2	−18	1.23
	9. 富达	−3	12	1.31
	10. 巴克莱全球	−4	n/a	0.41
	11. AIM Inv.	−14	−48	1.59
	12. 哥伦比亚基金	−14	−47	1.41
最低收益	13. 高盛	−40	−32	1.59
	14. Dreyfus	−40	−45	1.65
	15. MainStay Funds	−40	n/a	1.49
	16. John Hancock	−43	−10	1.40
	17. ING Investments	−55	−11	1.72
	18. Putnam	−58	−54	1.56

然而，请别相信我的话。事实上，这些数据仅仅证实了行业里的专家和学者们重复了几十年的东西。晨星公司很明确地说道“费用比率是基金世界衡量业绩最好的指标”，并且“所有的研究都显示费用比率是衡量基金业绩的最有力的指标”。诺贝尔经济学奖得主威廉 F. 夏普同样很直白地说：“基金的费用比率越小，基金份额持有者所获得的回报越好。”[1]他在1966年就写下了这些文字，而在1996年确认了这些。“如果你在挑选基金的时候只考虑一个因素的话，那么请选择费用比率。”[2]

夏普的观察经受住了时间的考验，并且与我所陈列的数据相吻合。原始的数据表明费用比率与晨星的评级之间存在着关系。而这种关系暗示着每增加一个百分点的成本就意味着在评级中少一颗星，每减少一个百分点的成本意味着在评级中多一颗星。也就是说，一只评级为3星的基金如果费用比率下降一个百分点的话，它将会被升级为4星。如果同样一

[1] “Mutual Fund Performance,” *Journal of Business* (January 1966):119.

[2] “In the Vanguard ” (Summer 1996).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只基金费用比率上升了一个百分点的话，它将会被降级为2星。尽管这些强有力的数据、这些专家们的意见和常识告诉我们，在决定共同基金在同业之间的比较的相对收益率时投资成本是一个核心的因素，然而价格竞争在共同基金行业并没有盛行起来。

价格竞争吗

大多数投资者看起来都没有意识到基金成本和基金回报之间直接的因果关系。基金行业中仅有的三家低成本公司表现优异，然而它们总计的资产规模只占到行业总资产规模的14%。这个行业是如何持续每年维持高达1.5%的费用率的？这比最低的费用率要整整高出5倍（是的，和先锋一起，T.Rowe Price、美国基金和富达的平均费用率为1.1%，这比行业的平均要低上一些，但仍然是先锋成本的好多倍。先锋在去年的时候吸引了行业1/3的现金流，但是仍然有2/3的现金主要流入了高成本的基金）。

事实上，存在很多迹象"都表明基金行业不会像人们所期待的那种令人满意的充分竞争市场那样运作"。这是美国证券交易委员会总顾问的意见。[⊖]他补充道，其中一个迹象就是"单一价格法则"。这个法则意味着在一个有效的竞争市场中，几乎同质的产品应该按照相同的价格出售。因为在充足信息下，没有任何一个理性人愿意为产品支付更多的价钱。然而在基金行业中，没有这种价格的趋同，美国的投资者被剥离了本属于他们的长期收益。

换句话说，如同华盛顿大学一名教授[⊖]所写的那样，"随着关于一个商品信息的增加，它价格的波动就会越来越少"。他引用了伟大的英国经济学家阿尔弗雷德·马歇尔的话："市场愈趋近完美，在市场中同一时间为相同商品所支付的价格也将愈加趋于相同。"价格的波动，是对于我们

⊖ Speech by Brian G.Cartwright before the 2006 Securities Development Conference, December 4, 2006.

⊖ Dr.Yoran Barzel,"Replacing the Law of One Price with the Price Convergence Law" (University of Washington Department of Economics Working Paper No. UWEC-2005-10,March 28,2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对商品的构成本身的无知的衡量，它把商品区分为作者所称之的"知名的商品"和"品质较差的商品"。

事实上，有些种类的基金（例如说货币市场基金）就像商品一样。指数基金也类似。投资级别的债券基金和美国国债基金（有着类似到期日的）都至少和商品类似。但是，那些被主动管理的股票型基金呢？如果按照目标来分类的话（比如说，和同业竞争对手相比，那些市值较大的基金），它们在短期来看也是和商品类似的，在长期来看的话则与商品更加类似（并且既然在长期来看不同的股票投资风格都会趋于平均化，那么所有的或是几乎所有的股票基金在真正长期来看本质上都是与商品类似的）。当那些良好名声的商品拥有不同的价格的时候，它们很快就变成了品质较差的商品，这是基金投资者们不得不接受的一个教训。

很显然，价格本应成为驱动投资者选择的法宝，而迫使基金管理者削减成本。然而这一切并没有发生。是的，现金流（如我所注意到的那样）一直持续地流入低成本的基金，先锋成了这种结构的受益人。但是，其他的基金集合体并没有紧随其后。[1]简单来说，如果价格竞争不是由消费者来确定的，而是由生产者自己来确定的话，那么价格竞争将注定在基金行业不会盛行。为什么基金管理者们不彼此竞争而削减成本呢？因为这样做的话将会侵害他们的既得利益。

当然，基金行业会争辩说它是存在着激烈的竞争的。在某一点上它是正确的。在交易市场上是存在着竞争的。看看那些庞大的激励佣金提供给了经纪人们用来销售基金份额，每年有成千上万的费用花在了报纸和电视的广告上。同样也存在着业绩的竞争，看看那些正在广告中的基金们鼓吹着自己过去超额的收益或是投资于最热门的市场。然而，没有丝毫的证据显示存在着价格上的竞争。尽管最有力的行业支持者们发现"价格竞争明显"，[2]然而这些支持者们所陈列的数据显示，虽然在1998～

[1] 我常常被告知在市场中渐渐被认同的先锋显著的低成本，无形之中为竞争对手制定了一个价格上限，但其实这个上限对我来说仍然很高。

[2] John C.Coates IV and R.Glenn Hubbard,"Competition in the Mutual Fund Industry," *Journal of Corporation Law* 33,no.1,University of Iowa (Autumn 2007): 173-174.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004年有1 240次费用的下调，却有着更多的费用上涨——每年平均增幅达1 469%。甚至是这些支持者们都不会争辩“历史经验显示，共同基金的董事会们很少解雇顾问或是让诸多顾问公司参与对顾问合约的竞价”。没有这样的竞争，共同基金管理者几乎没有可能会削减他们的费用，因为这意味着削减他们自己的利润。

观点的重申

让我来总结一下我之前所说的。在早期，投资公司行业具有很多良好服务于基金投资者的特质。关注点主要集中在私有化的托管制度，审慎和多元化是投资政策的原则，基金受托人仅仅是不能从事分销活动，基金的费用比率是相对适度的，要远远低于今天的平均水平。今天公众持有的结构（更多是由巨型金融集团）所持有的结构统治了整个基金行业，它很糟糕地服务着基金投资者们。与之相反，先锋集团开创的在基金治理结构上的“先锋实验”的结果则是相当显著的。不仅对公司自己来说是一个巨大的商业成功，更对它的持有者和股东来说是一个艺术上的成功。

我们的中心思想是创造一个可以荣耀这个行业最原始价值的公司。我期待着实施低成本策略会迫使我们的竞争对手也效仿我们的结构，事实上在任何行业，低成本（定义上的）都是超额收益的关键之一。事实上，我选择先锋这个名字，一部分原因是因为它本身的含义“一个浪潮的领袖和先驱”。但是我错了，在30多年之后，至少有一个我们的同行竞争对手把我们描述成“一个其他人必须拿来衡量自己的标杆组织”。然而，我们仍不得不寻找第一个追随者。[⊖]我们仍然是特立独行的。

当然，并不是所有人都同意我的观点，认为共同化的结构有着强大基金的作用。让我们来看看在最近一本名为《竞争的股权：共同基金更

⊖ 我希望当Marsh & McClennan 在决定出售它的Putnam管理公司子公司的时候，它会选择共同化和内部化它的结构。Putnam很明显非常糟糕，在很多方面都伤害了它的投资者。然而，我劝说基金的三位董事（包括当时的独立主席）的尝试最终以失败告终。基金的董事会批准了把管理公司以49亿美元的价格售予一家加拿大的金融集团。想要更深入了解这个转变为什么以及如何发生的话，请参考我的演讲，《公司治理和共同基金治理——危机时代的缩影》，2003年11月21日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的组织方式》⊖的书中，美国企业协会是如何说的（提示：书中并没有把先锋的模式作为更好的组织方式），作者批判了我们所宣扬的按照成本基础来运营，但是并没有给出这种批判的根据。他们宣称我们的管理者所接受的报酬并不比其他的基金管理者要低上很多。他们显然没有意识到我们完全披露的费率中包含那些支付给管理我们大多数主动性基金的外部管理者的费用。为准确起见，我们支付给Windsor基金外部管理者的费用占基金总资产的0.12%，然而支付给GNMA基金的管理者的费率只有0.01%（是的，只有一个基点）。

尽管他们的观点中存在着一些缺陷，但是他们的结论还是相当直白的。"认为共同形式的组织结构在本质上要优于外部形式的机构的想法是言过其实的"。他们还宣称向共同结构的转化需要买下现有管理公司股东所有的股权。他们忽略了这样一个事实，就是前面提到的，先锋并没有做这样的事情。事实上，基金的董事们有着巨大的权力可以随时终止和管理公司的合约，之后要么选择内部来管理基金要么另外重新聘请外部管理公司（我注意到，尽管这在基金行业中从来都没有发生过，但是在公司养老金基金中却常常发生）。

金融混业集团的胜利

在任何一种情况下，共同模式都陷入了困境。仍然只有一家公司采用这种模式，而混业集团的模式已经取得了胜利。在早期，科恩主席就有先见之明地认识到由这种混业模式所带来的严重问题。在1966年的一次演讲中，他谈及了，"机构管理人和他们的受益人之间的崭新的并且更复杂的关系"，并且试图寻找"一个更充分的监管方案来最终保护受益人的利益不受他们的管理者无正当理由的行为所侵害，而最终帮助受益人们在所投资基金中取得最充分的收益"。他之后还预言式地提及他对"公众持有投资管理公司的所有权结构，以及产业中公司收购管理顾问公司

⊖ By Peter J.Wallison and Robert E.Litan (Washington,DC:AEI Press,2007).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权的趋势的开始"的担心。他认为这些都将使得机构管理者的责任愈加不明晰，而这些机构管理者或许只会为他们所投资公司的商业利益所服务。

随着1958年管理公司的公众持有化的序幕拉开，这个雪球越滚越大，但是速度并不快。直到20世纪80年代和20世纪90年代，它开始渐渐形成了气候。正如之前所提到的，在50家行业最大的公司当中，只有9家是私人持有的。由巨型营销公司推动的混业化的巨大浪潮也必然导致了"产品激增"的浪潮，在这个浪潮中共同基金的数量由1980年的560家猛增到了今天的12 039家。

是时候改变了

1966年在科恩主席发表演说之后仅仅两周，委员会通过它的员工给国会递交了一份详细的名为《投资公司增长的公众政策启示》（PPI）⊖的报告。报告中，证券交易委员会提及了迅速提高的基金费用水平（当时每年的平均水平还仅仅只有1.34亿美元，而今天这个数字已经达到1 000亿美元）。委员会呼吁国会关注对管理基金的投资顾问们的有效控制，以及"竞争压力的缺乏，披露的局限性，股东投票权的无效，以及独立董事们更多有效行动中的阻碍"。

委员会还提到，"投资公司行为中充斥着的顾问/分销商在某种程度上在以一种艰难而复杂的方式破坏着已有的关系……这也使得基金董事会和管理公司之间公平的协商变成了彻底不现实的选择"。然而，委员会"还没有做好准备在这个时候推荐更激进的强制措施来要求管理的内部化（比如，共同化）"。证券交易委员会还是推荐采取一种"合理的法律标准……一个基本的标准就是要求那些从与投资公司的受托人义务中获利的人所索取的服务费用不应该比这些人在同投资公司公平交易中所获得的利润更大"（重点强调）。

证券交易委员会把这种合理描述为一种"表达清楚的且容易实行的

⊖ 美国政府出版办公室（1966年12月3日）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准，这种标准不仅仅是由提供给个人投资者的可比较的服务的成本来衡量，或是仅仅由其他外部管理的投资公司所索取的费用来衡量，而且也应该由那些内部管理基金和养老金基金和其他非基金客户的管理费用来衡量"。如果合理性的标准没有"解决管理者薪酬中存在的问题的话，那么之后更广泛的措施也应该值得考虑了"。

然而伴随着投资公司机构积极的游说，那些自以为代表基金份额持有者的人，而实际上却是基金管理者们强大的喉舌，这个合理的标准就不可能得以采纳。然而，即使在1958年第九次巡回审判中那个糟糕的决定做出之后，基金管理费用激增，混业化的交易一个个发生并且没有遭到任何挑战（或者说是无法挑战），即使当科恩主席最深切的焦虑正在变成现实，即使42年前PPI报告就警告了我们，证券交易委员会还是不得不考虑更多更广泛的措施。

但证券交易委员会已经考虑了一些最基本的措施。2004年，委员会推荐着重加强基金董事会的职能。而这仅仅在2008年就由另一套班子领导的委员会重新拿出来考虑，并且甚至是削弱了之前的职能。当然，我倾向于更多更广泛的措施的出台。的确，当我在几乎十年前写《共同基金常识》⊖这本书的时候，我写道："这个行业更深远的变革必须进行以下两个重要转变之一：其中一个转变就是彻底的重新构建，这是对现状的改变，这种改变赋予了股东更多的权利。这种彻底的重新构建或许将会使得至少部分的美国共同基金行业进行共同化。所有基金（或是至少大多数基金）都应该由自己管理，而不是同外部的管理公司签订合约来运营和管理基金资产。共同基金的持有人们应该实质上拥有那些管理基金的基金管理公司。"

"他们应该拥有自己的官员和普通员工，那些由外部管理公司赚取的巨大利润应该分配给基金持有人们。在这种结构下，这个行业的品质就会重新回归到它传统的根源。基金公司也不必再把持有人的钱浪费在成本高昂的营销活动上，这种活动都只是用已存在投资者的钱去吸引新的

⊖ 节选自我的《共同基金常识》一书（Hoboken, NJ:John Wiley &Sons, 2009）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者。通过降低成本，他们可以产生更高的收益，并且/或者承担与之相当的低风险。他们会将更全面更公正的解读提供给他们的份额持有人，他们甚至能够看到市场指数基金的优点。"

"另外一种选择就是增加更多积极的共同基金独立董事。独立董事们将会成为他们所代表的共同基金份额持有人的权利和利益的积极拥护者。他们会积极地同共同基金管理人沟通，允许这些管理公司赚取公平合理的利润，但是认识到共同基金份额持有人的利益才是应该摆在第一位的。独立董事们应该仅仅批准那些建立在正确的投资准则之上并满足合理的投资要求的投资组合。独立董事们最终应该成为法律原本就要求他们成为的受托人。并且，如果创造和鼓励更多的积极的独立董事要比整个共同基金行业的共同化更可行的话，那么这的确是值得我们努力去尝试的。但是，谁又知道呢？随着这个重新聚焦的组织的价值开始回归共同化组织的价值，那么对于有些公司来说彻底的共同化或许只还有一步之遥了。"

"无论具体的结构如何，共同化还是常规化，安排基金持有人和董事控制基金而不是基金管理公司控制基金，将会引导基金真正地为基金份额持有人的需求服务，并满足行业回归传统的信托关系的迫切需求，这种传统的关系在行业发展的最初30年中一直占据着主导地位。无论在哪种结构下，行业都应该增加基金份额持有人的经济利益。"

接下来该做什么

考虑到这个行业的成长，考虑到行业从保管人身份到销售人员身份的巨大转变，考虑到横扫整个行业的最后仅仅剩下少数几个幸存者的混业化进程，考虑到这个行业没有给那些把自己血汗钱托付给基金管理的投资者们带来令人满意的回报，我敢说，这家特立独行的公司的成功已经证明了证券交易委员会在很多年前一直没有准备好实施的管理内部化的价值。我们不应仅仅只是考虑那些期待已久的合理的"更多更广泛的措施"，更应该把它们写进法律当中，这一切已经刻不容缓了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的理想主义让我为了强制性的内部化而战，⊖最终让把所有“共同”基金的引号消除成为可能，这也反映了科恩主席在1968年发表的演说中所表达的有预见性的担忧。但是，我内心的实用主义并不同意这么做。强大的并有着充足资金支持的政府说客们，会携手抵制这个看起来积极的提议。这些说客们是由投资公司机构、盈利能力巨大的管理公司以及他们的混业集团股东以及美国商会（当然！）所领导和支持的。这场运动需要巨大的激情和强大的财政支持。K. Street的梦想变成了现实。考虑到我们国家统治的现状，这种反对、这种自我的利益显然会打败《1940年投资公司法案》所保护的“国家公众利益和投资者利益”。

然而，我们并没有丧失希望。仍然还有一条道路（当然一条并不平坦的道路）来荣耀法案的精神和文字，从而让投资公司可以按照份额持有人的利益而不是管理者和分销者的利益去组织、运营和管理。为了达到这个目标需要制定一系列合理的措施，有些已经在实施了，另外一些由早期的委员会提出过，但是现在看起来已经被丢到了一边。而新的措施也将让我们离目标更近。一个简单但巨大的组织上的改变将为基金独立于他们管理顾问提供巨大的动能。还有就是联邦法律上的改变。

以下是我提议的计划：

▲ 要求百分之百的基金董事都独立于管理公司。这样就很简单地消除了基金管理公司管理人员同时作为基金董事时所产生的利益冲突。现在应该重新荣耀“一臣不侍二主”的原则了（如前面所提到的，自公司成立之日起，先锋基金就禁止任何外部的管理顾问担任基金的董事职务。而且这看起来并没有伤害我们为投资者所创造的利润）。

▲ 要求基金董事会的主席独立于外部的管理公司，尽管在2004年委员会的提议中，只要其75%的公司董事是独立的。宪法所要求联邦政府中权利的分离，而这种准则不仅是任何治理中基本的原则，更是简

⊖ 但不是针对所有的基金集合体，仅对那些超过特定标准的集合体。例如，管理超过250亿美元资产，以及超过30只共同基金的集合体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单的常识。

▲ 要求保留基金的法律顾问对于基金管理顾问和首席合规官的独立性。尽管委员会已经要求实施了这些，但是我们必须要求他们对基金的董事会负责，并向独立的基金主席报告。

▲ 重要的是，要求基金的董事会有必要保留一些顾问和专家们，来为董事会提供客观独立的信息（我猜想，很少有基金公司董事会看到了我在之前所陈列的业绩表现、忠诚度和成本的比较）。证券交易委员会在2004年的报告中建议“授权”一个员工（或是顾问）来执行这样的职责，但这现在看起来还在酝酿当中。在我看来，这个要求仅仅适用于一定（较大）规模的基金集合体。⊖现在我们不得不面对现实，因为我们的董事如果没有员工支持的话，是很难良好地监管100只以上基金的。

▲ 专门的法律授权让基金可以承担自己的运营职责，包括行政、财务和合规以及持有人簿记等。这种结构会解开基金管理公司对基金实质上控制的戈耳迪之结。⊖这正是先锋创立中最核心的一个环节。也正如前面所提到的那样，这种结构让先锋这个羽翼尚未丰满的公司逐渐将它的业务延伸到投资的管理和分销上来。

▲ 为基金董事们制定有关诚信义务的联邦法律准则。事实上，共同基金管理人，甚至是养老金基金管理人，不管是公众的还是私人的，在履行他们义务的时候都面临着严重的利益冲突。在今天这个相对崭新的代理社会中，金融机构拥有70%以上的股权，但是对于他们委托人（主要是基金持有人和养老金受益人）的服务却相当糟糕。正如特拉华州大法庭值得尊敬的副大法官利奥 E. 斯特林（Leo E. Strine, Jr）所说的：“如果专业的基金管理者不能像实业公司中的管

⊖ 例如，集合体要达到上面罗列的标准。但我更希望把这些标准应用到那些大多数董事连所服务的集合体中的一些基金名字都不知道的集合体中。如果这个要求太过严格了，那么董事起码应该知道他们所服务的集合体中基金的个数。

⊖ 很奇怪的是，《1940年投资公司法案》忽略了运营职能。法案仅仅指出了另外两个基金管理职能，即投资顾问以及分额分销（承销）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理者制造产品和提供服务一样来服务基金持有人的话，那将是非常奇怪的。"[⊖]是的，世界已经变了，我们需要为了委托人的利益来修正这种不平衡。

两个强大的支持

再一次，就共同基金行业进行批判性分析的不仅仅是我一个人。让我们来听听沃伦·巴菲特的话："基金的独立董事们是如此可怜。他们遵循着行尸走肉般的程序，这简直就是对保管人身份的一种亵渎和嘲笑。在超过60年的时间里，独立的董事们都可悲地失败了。"接下来，听听另一位投资者的话，这位投资者不仅仅创造了现代历史上最骄人的投资纪录，更因为他的性格和正直而拥有极高的名声。这就是耶鲁大学首席投资官大卫·史文森。

共同基金行业最基本的失败包含了精明的利益追逐型的金融服务的提供者以及优质的回报追逐型的金融产品的消费者之间的互动。华尔街和共同基金行业对利润的追逐彻底颠覆了受托人责任的概念，将会导致一个非常可预见性的未来。强大的金融服务行业在剥削着脆弱的个人投资者们。

基金管理公司的所有权结构在决定投资者成功与否时起到了决定性的作用。共同基金的投资者们面临着来自于基金管理公司的巨大挑战。这些基金管理公司们要给那些公众股东或是给它的母公司带去收益。这种情况下，会非常明显地在利润产生和诚信职责之间发生矛盾冲突。当一家作为子公司的基金管理公司回报给它的业务多元化的金融服务母公司的时候，这种滥用投资者资本的范围就更明显地扩大了。

投资者最希望看到的基金应该是由非营利组织管理的，因为这种管理公司只会专注服务于投资者的利益。没有什么利益驱动和管理者的受托人职责相冲突。没有利益和投资者的回报搅和在一起。没有外部公司

⊖ "Toward Common Sense and Common Ground," *Journal of Corporation Law* (Iowa)33, no.1 (Fall 2007):1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的利益来干扰资产管理的决策。非营利性的公司把投资者的利益放在首位和中心。最终，一个由非营利性的投资管理公司所管理的被动性指数基金代表着一种最能满足投资者需求的组合。

我把我所处地位的两个强大的支持看做对行动的集结号。是的，现在是时候应该让基金的董事们意识到他们的职责是服务于基金份额的持有人而不是基金管理人们，让他们意识到他们有责任把独立的领导力（真正的领导力）重新带回董事会。这就是我之前所描述的六个转变的目的。是的，我完全意识到，对于一些公司来说，这种转变可能会导致整体的共同化，而这种共同化目前只有一个案例，那就是先锋公司，先锋公司在这种共同化结构下很好地服务了基金份额持有人。⊖然而，现在也是时候推翻第九次巡回审判所遗留下来的糟糕的产物了，它为公众化的所有权以及混业集团的所有权提供方便之门。现在也是时候让那些专注于资产募集的公司重新回归于这个行业专业化的根源，重新担当起真正的受托人的神圣职责了。

所以，是的，是时候来为这些事物创造一个新的秩序了。是时候推动整个共同基金行业的共同化进程了。是时候回到未来，荣耀卡伯特所坚持的委托人的愿景了，荣耀证券交易委员会委员希利保护投资者不受扭曲的基金销售所侵害的愿景了。特别是今天这个场合，曼纽尔·科恩纪念演讲27周年之际，我们应该荣耀曼纽尔·科恩给我们留下的宝贵遗物，他强烈地希望共同基金行业彻底地消除“共同”之上的引号，希望真正的共同化可以重新被带回到共同基金行业。只有那时我们才有荣耀《1940年投资公司法案》那纯正的精神，只有那时我们才能真正保护国家大众的利益和投资者的利益。

主要共同基金管理人研究如表7-4所示。

⊖ 有趣的是，按照我这里的推荐，这篇在《哈佛法律评论》上的文章内容总结出如下的警戒：“然而销售者或许可以被允许去销售控制权，如果基金有一名独立董事的话……这名独立董事有代理投票权并且有权选择另外一家顾问。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7-4 主要共同基金管理人研究

管理人名称	总资产100万美元（截至2007年11月）	基金评级数量 5星	4星	3星	2星	1星	总计	4/5星份额（%）	1/2星份额（%）	5/4星减1/2星（%）	忠诚度
1. Vanguard	1 089 489	31	78	67	5	4	185	58.9	4.9	54.1	44
2. DFA	108 655	2	22	15	3		42	57.1	7.1	50.0	
3. TIAA-CREF	17 788	3	22	19	2		46	54.3	4.3	50.0	
4. T Rowe Price	230 424	7	47	38	9		101	53.5	8.9	44.6	21
5. Janus	97 181	14	27	23	9	3	76	53.9	15.8	38.2	−30
6. 嘉信	54 203	3	16	32	2	1	54	35.2	5.6	29.6	26
7. 美国基金	1 157 019	63	80	106	47	16	312	45.8	20.2	25.6	12
8. Neuberger Berman	26 589	4	10	15	4	3	36	38.9	19.4	19.4	−1
9. PIM CO/Allianz Glbl	244 039	40	71	114	56	15	296	37.5	24.0	13.5	−27
10. 富兰克林	331 866	20	66	131	45	17	279	30.8	22.2	8.6	1
11. Oppenheimer Funds	165 845	15	61	61	42	18	197	38.6	30.5	8.1	−6
12. Waddell & Reed	46 146	27	40	57	34	19	177	37.9	29.9	7.9	
13. Prudential Finl	34 645	28	34	62	48	2	174	35.6	28.7	6.9	
14. BlackRock	146 125	34	80	138	65	31	348	32.8	27.6	5.2	−18
15. American Century	76 854	13	44	65	41	8	171	33.3	28.7	4.7	−21
16. 摩根士丹利	69 075	8	61	84	60	5	218	31.7	29.8	1.8	−18
17. Russell Invst Grp	36 242		11	34	6	4	55	20.0	18.2	1.8	
18. 富达	928 528	44	102	165	116	44	471	31.0	34.0	3.0	−12
19. 巴克莱全球	321 630	4	23	41	20	11	99	27.3	31.3	4.0	
20. Alliance Bernstein	95 286	7	37	96	38	17	194	22.7	28.4	5.7	−33
21. Principal Funds	54 435	10	50	154	72	13	299	20.1	28.4	8.4	−7
22. Nuveen	72 537	16	21	57	30	19	143	25.9	34.3	8.4	
23. 通用资产管理公司	19 666	4	11	24	16	4	59	25.4	33.9	8.5	
24. 哈特福德	49 878	10	25	52	42	8	137	25.5	36.5	10.9	−11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

管理人名称	总资产100万美元（截至2007年11月）	基金评级数量						4/5星份额（%）	1/2星份额（%）	5/4星减1/2星（%）	忠诚度
		5星	4星	3星	2星	1星	总计				
25. Northern Trust	21 035		6	39	13		58	10.3	22.4	12.1	
26. AIM Investments	63 308	5	37	94	62	7	205	20.5	33.7	−13.2	−48
27. 哥伦比亚基金	118 967	19	50	115	73	38	295	23.4	37.6	−14.2	−47
28. Federated	42 731	8	25	59	46	11	149	22.1	38.3	−16.1	
29. 富国集团	45 270	16	52	79	82	29	258	26.4	43.0	−16.7	−20
30. FAF Advisors	20 994	4	20	76	39	11	150	16.0	33.3	−17.3	
31. Eaton Vance	98 196	11	27	87	63	16	204	18.6	38.7	−20.1	−47
32. JP摩根基金	76 723	4	46	93	77	26	246	20.3	41.9	−21.5	10
33. Lord Abbett	58 698	7	19	46	44	10	126	20.6	42.9	−22.2	−5
34. MFS	84 708	12	36	111	88	20	267	18.0	40.4	−22.5	−9
35. MassMutual Finl	23 373	3	25	67	48	18	161	17.4	41.0	−23.6	
36. Delaware	27 285	7	29	71	74	8	189	19.0	43.4	−24.3	
37. Evergreen Inv Mgmt	55 444	8	38	59	68	28	201	22.9	47.8	−24.9	−48
38. 先锋集团	38 732	8	19	35	47	13	122	22.1	49.2	−27.0	
39. DWS Scudder	65 492	9	31	73	68	31	212	18.9	46.7	−27.8	−41
40. Legg Mason Funds	90 049	3	30	67	59	28	187	17.6	46.5	−28.9	−4
41. Van Kampen	93 901	3	17	45	45	10	120	16.7	45.8	−29.2	−12
42. RiverSource	56 223	12	34	63	86	34	229	20.1	52.4	−32.3	2
43. State Street Glbl	42 831		5	16	8	11	40	12.5	47.5	−35.0	
44. UBS Glbl Asset Mgt	23 951		15	37	38	15	105	14.3	50.5	−36.2	
45. 高盛	60 131	4	21	49	79	11	164	15.2	54.9	−39.6	−32
46. Dreyfus	62 997	5	37	120	133	47	342	12.3	52.6	−40.4	−45
47. MainStay Funds	24 470	3	18	21	41	23	106	19.8	60.4	−40.6	
48. John Hancock	59 228	8	9	24	43	18	102	16.7	59.8	−43.1	−10
49. ING投资	29 746	4	12	48	70	44	178	9.0	64.0	−55.1	−11
50. Putnam	89 318	1	9	92	121	48	271	3.7	62.4	−58.7	−54
总计	6 947 135	571	1 706	3 335	2 427	817	8 856	25.7	33.6	−7.9	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第 8 章

受托人原则：一臣不侍二主[⊖]

我落笔的时候，一场金融和经济危机正席卷着美国甚至是全球。我冒昧地断言纵观金融界的整个历史，大多数的错误和主要的缺陷都可以归于我们对于受托人原则（一臣不侍二主）的忽略，这个原则甚至和《圣经》一样古老了。任何一个有思想的人都不会相信在不遵从这个原则的商业基础之上建立的经济可以永久地运行下去。随着所有权和管理权的分离、公司结构的发展，在这种公司结构授予了一小部分的集团权力可以控制大量清一色的小投资者所贡献的资源，如果现代商业社会还想正常地运作下去的话，重新积极地遵循于这个原则就变得迫在眉睫。

然而，受托人被聪明的法律规定所释放，不用再遵循保护他们声称所代表的投资人利益的义务；公司的官员和董事们从公司的基金中拨款给自己发放巨额奖金，不仅没有征得基金持有人的同意，甚至都没有向基金持有人披露；那些金融机构们在品种繁多的各项运营中总是把基金

⊖ 本文改编自《投资组合管理杂志》（2009年秋季）的文章，原文是基于2009年4月1日在哥伦比亚大学商学院所做的一次商业伦理的演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

份额持有人的利益放在最后，这意味着我们已经偏离了这个原则很远很远了。个人所承受的痛苦和损失，建立在商业基础之上并依赖于它的诚信而生存的社会秩序所遭受的伤害，都是无法计算的。[⊖]

以上除了第一句话之外，其他的文字都不是我本人所写。这些来自于哈伦·菲斯克·史东1934年在密歇根大学法律学院的一次演说。这次演说在当年随后被发表在《哈佛法律评论》杂志之上。[⊜]

但是，他的文字是同样相关的——可能目前来说更相关一些。这些文字非常准确地分析了今天我们金融市场崩溃以及美国乃至全世界所面临的经济危机的原因。

或许有人会很简单地用这样一个古老的谚语来回应史东法官的言语："越多事情变化的同时，就有越多的事情保持不变。"从而转向了一个新的话题。然而，我希望我们的金融专业人士不要如此回应，而是分享我的回应。即使在大萧条和当时股市崩盘过后，我们都没有好好把握机会去要求那些我们巨型商业企业和金融机构（我们国家大部分财富的保管人）的领导人去遵循史东法官所描述的那种严格的受托人责任。那么在75年之后，我们再也不要犯相同的错误了。史东法官严厉的文字要求我们盯紧今天商业领袖们所面临的道德困境。这些领袖不仅包括我们国家市值达12万亿美元的上市公司的CEO们，还包括那些为别人管理价值9万亿美元资产、拥有75%的股权和对公司有绝对投票控制权的基金公司的管理者们。和他们实业界的同行一样，这些强大的基金管理人对于那些把资产交由他们看管的投资者不仅具有道德上的责任，更具有受托

⊖ 哈伦·菲斯克·史东，在1934年6月15日发表于密歇根大学法学院的演说，之后由《哈佛法律评论》（1934年）发表。

⊜ 哈伦·菲斯克·史东（1872—1946），1898年在哥伦比亚大学获得法律学位，1910～1923年在哥伦比亚法学院任院长。在1925年，约翰·卡尔文·柯立芝总统任命他为美国最高法院副法官。1941年，罗斯福总统任命他为美国最高法院大法官，之后他在该职位上服务直至去世。很巧合的是，史东法官出现在1929年5月6日的《时代》杂志封面上，而之后2天我就出生了。《时代》杂志当时准确预测到史东有一天会成为大法官，一部分是因为"他总是很好地服务于公众的利益"（这句话让这本杂志的风格扬名于天下）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的义务。

受托人义务

受托人义务的概念有着悠久的历史，我们可以追溯到800年前在英国普通法统治时期。受托人义务是指在双方或是多方之间存在的一种必要的信心或信托的法律关系，关系双方主要是受托人和委托人或是受益人。委托人或是受益人给予他的受托人信心、信任和依赖。受托人在任何时候都理应按照委托人的利益行事，都应该忠于委托人的利益。受托人不应该把自己的利益摆在此义务之前，重要的是，更不应该出现受托人对客户的受托人义务和对其他人受托人义务相冲突的情况。

回到1928年，纽约州大法官本杰明·卡多佐说得很好：

> 普通生活中有关平等交易的很多被允许的行为形式，在受托人关系中都是被禁止的。受托人所坚持的某些道德准则要比普通市场中的道德准则更加严格……为此也已经形成了一些不可侵犯的根深蒂固的传统……当时的行为标准不仅仅是诚实，尽管严格的诚实还是最敏感的标准之一……因此，只有保持受托人的行为水平在一个很高的层次之上，才不会遭到众人践踏。[⊖]

我认为，这样的表达非常准确，受托人义务是法律中最严格的义务。

然而受托人义务的概念并没有像史东和卡多佐表达他们深刻的信仰的那个年代一样深深扎根于我们今天的社会，这是一种讽刺，更大程度上是一种悲剧。所有受过教育的公民都应该很清醒地认识到，在过去的几十年中，天平开始慢慢地由道德和法律倒向市场了。正如我常常说的，我们的社会渐渐地由“总有些事情人们不会轻易尝试”转变到“如果别人都在做，那么我也能做”。我把这种转变描述为道德绝对主义到道德相对主义的转变。在我看来，商业道德已经成为这场传统社会价值转变

⊖ *Meinhard v.Salmon*, 164 N.E.545 (N.Y.1928).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的一个巨大的牺牲品。你也一定不会吃惊，我并没有把这种变化看成一种进步。

至少还有一些人赞同我的观点。在她2006年出版的名为《信用和诚实》的书中，波士顿大学法律学院的教授塔玛·弗兰克尔（Tamar Frankel）就我们社会中受托人义务的渐渐淡化做出了值得尊敬的洞察。她担心（我觉得很多投资界的专业人士都具有这种担心）美国的文化正在渐渐转向不诚实、欺骗和对信用的滥用，所有的这些在今天的危机中都统统涌现出来。她接着说道，我们需要的是"一种有效的增加信用的方法（通过）建立值得信赖的机构和系统"。正当她失望之际，由股票市场和房地产市场泡沫所带来的压力正在不断地"腐朽着公共的道德……并滥用着公众的信用"。[一]

在塔玛·弗兰克尔教授的评论中提到，"我们削减了法律和道德的力量……削弱了对受托人的监管……滥用了管理受托人诚信的法律……给公众和经济系统造成了巨大的损失"。我们同样还忽略了受托法本身与合同法之下的受托关系之间的差异。另外，她写道，"从专业化到商业化的转变过程中同样伴随着法律解释方法的转变"。我们忘记了使徒马太和路加所教导的准则，[二]也就是史东法官所反复强调的"一臣不侍二主"。

我对道德相对主义的主要反对在于它扰乱并减轻了我们对社会应尽的职责，并把所有的焦点都投向了个人的利益。不受节制的自私是一股强大的力量，如果为了保护我们所有公民的共同利益的话，这种力量必须最终受到社会的限制。最近的这场危机（我把它描述为"道德部分的危机"）已经很明显地表明它所带来的巨大伤害了。

[一] Tamar Frankel, *Trust and Honesty: America's Business Culture at a Crossroad* (Oxford, England: Oxford University Press, 2006).

[二] See Luke 16:13 and Matthew 6:34 of the King James Version of the New Testament.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近危机的原因

最近危机的原因是多种形式的。打个比方来说，美国金融体系的崩塌有1 000个父亲：对于商业银行家和投资银行家利用极大的杠杆来持有低质量的有毒资产的风险，所持傲慢轻浮的态度；美国联邦监管者“自由市场”的态度，他们坚定地相信自由的竞争市场会保护我们的社会不会发展过度；美国国会，使自从大萧条之后的法律改革停滞不前；证券化，促使贷款人和借款人之间传统关系被切断，在传统关系下贷款人需要关注借款人是否有能力偿还他们的债务；鲁莽的不计后果的金融创新，数以兆计的金融衍生工具（比如信用违约掉期）被创造出来，这些衍生工具都伴随着惊人的风险和令人难以置信的复杂程度。

美国实业界和美国投资界领袖们的权利和地位激进的增长和提升是这一次危机的主要原因之一。今天主要的机构拥有美国（主要是巨型的）上市公司股权的75%，而在半个世纪之前这个数字只有8%。这种所有权的惊人增长赋予了共同基金（持有25%的股权）、私人养老金基金（12%）、政府退休基金（9%）、保险公司（8%）以及对冲基金和捐赠基金的管理者对美国实业界巨大的控制力和影响力。

然而，他们并没有很好地行使他们的权力。事实上，这些美国投资界的中介机构有愧于它们对于委托人的责任——这些委托人包括那些一无所知的把他们的大部分财产用来购买股票的个人投资者，以及共同基金的基金份额持有人和养老金受益人。但事实上，尽管拥有着控制地位，但是这些机构并没有积极地在董事会的构建和治理、董事选举、管理层薪酬、股票期权、代理提议和股利政策中发挥作用。

考虑到他们作为公司公民时的容忍和节制，这些基金管理者有可能在某种意义上纵容了我们上市公司的管理层去利用它的代理中介，这不仅体现在管理层薪酬、奖金以及兼并和收购中，更体现在被公众会计师所认可的渐渐已经渗透到整个公司财务报表的会计操作当中。

然而，机构投资者的失败绝不仅仅停留在有关公司治理方面，还表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在他们的交易行为之上。这些机构没有像我们的市民/投资者所期待的那样承担自己的职责。这么多熟练的高薪的证券分析师和研究员为何不会质疑花旗银行、其他顶尖的商业银行和投资银行高杠杆的充满有毒资产的资产负债表呢？我们别忘了，还有美国国际集团和用道德标榜来作为销售策略的农村财政，⊖甚至在更早些时候，我们就不明白那些专业人士忽略安然公司“特殊目的实体”的把戏和世通公司粉饰的财务报表的时候，究竟是怎么想的。

机构管理者的角色

然而，我们近来强大起来的中介机构没有行使他们对于所有权的职责，这仅仅是我们面临的问题中的一小部分。我们的机构投资领域，这个我工作了超过58年的领域，如果常常被忽视的话，也同样面临着巨大的问题。作为一个整体，我们的路线几乎发生了180度的大转弯，从一个保管人身份转变为了一个销售人员身份，我们关注的焦点也从谨慎的管理转向了产品的营销。我们从关注长期投资转向了关注短期投机。我们的顾问/中介整天做梦都想着要募集更多的资金来管理，这样就能获得更多的管理费，即使这样牺牲的是投资者和委托人的利益。而在传统的委托关系和受托人义务下，我们的中介理应服务于委托人的利益。

利益的冲突充斥着整个基金管理行业，尽管每个具体的部分会有些不同。私有的养老金计划面临着一套冲突（最小化计划支出和最大化公司利润之间的矛盾），而公众养老金计划面临着另一套冲突（投资立法者宠物项目的政治压力）。工会计划也面临着另一种冲突（要聘请乐意花钱娱乐的基金经理的压力）。但在共同基金行业中，我们对基金份额持有人的受托人义务与基金管理人的商业利益有着最直接的冲突。

或许，我们不应该惊讶我们的基金管理者都按照自己的利益行事。的确，正如特拉华州大法院的副司法官利奥 E. 斯特林所说的：“如果专

⊖ 我是在说，这些经理直接雇用买方分析师。华尔街卖方分析师所面对的利益冲突在2002～2003年纽约首席检察官斯皮策的调查中被揭露。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的基金管理人不能像实业公司中的管理者那样制造产品和提供服务从而服务基金持有人的话，那将是非常奇怪的。”[㊀]在基金行业中，如果金融中介规模最大的公司不能服务于基金份额持有人的利益，那将有着最广泛的后果。然而，讽刺的是，尽管在《1940年投资公司法案》中已经白纸黑字明确写明，“共同基金应该按照基金份额持有人的利益来组织、管理和运营，而不是按照顾问的利益”。但是，多数基金公司还是没有能够做到这一点。[㊁]

投机超越投资的胜利

随着美国公司的控制权从所有者手中转到中介代理手中，我们的机构基金管理者似乎忘记了他们仅为自己的委托人服务的职责，正是这些委托人把自己的存款托付给了共同基金，正是这些委托人把自己的退休保证托付给了养老金计划。这些新的投资中介不仅忘记了他们委托人的利益，更忘记了他们的投资原则。机构投资的策略开始由对建立在公司持久的内在价值之上的智慧的长期投资的关注，转向对愚蠢的短期投机的关注，转向对股价短期波动的关注。曾经拥有一只股票的策略转变成了租赁一只股票的策略。

在我所称为的“欢乐的共谋”中，公司管理层、董事、会计师、投资银行家、机构拥有者以及股票出租者串通一气，所有荒谬的财务操纵便都产生了。管理层成为财务报表上数字的主人，而公共会计师也与之为伍。即使是在公认会计准则之下，宽松的标准仍可以让凭空创造利润成为可能。其中一个很好的例子就是高估养老金计划的未来收益，即使对于未来收益的理性预期已经开始恶化。而这种情况已经为渐渐浮出水面的下一次危机埋下了种子。

在这里，再一次，我们不能说之前没有提醒过大家。在1958年的金

㊀ Leo E.Strine, “Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance,” *Journal of Corporation Law* (Fall 2007):7.

㊁ *The Vanguard Group,Inc.*, 47 S.E.C.450 (1981).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融分析师全国大会上的演讲中，传奇的投资者、经典的《聪明的投资者》[㊀]一书的作者本杰明·格雷厄姆就描述到，“我们对待股票投资和投机的态度，过去和现在已经有着强烈的反差了”。他接着评论道：

在过去，普通股的投机因素仅仅存在于公司内部。他们是源自于不确定性、波动因素、行业的下滑或是公司单个的方案。然而，近些年里，一种新的主要的投机因素被从公司外部引入了普通股领域当中。它来自于购买股票的大众和他们的顾问（主要是我们的证券分析师）的态度和观点。这种态度可以用一句话来描述，“主要关注都集中在对未来的预期”。未来预期的概念，特别是未来持续增长的概念，引入了高等数学公式的应用来计算这些未来的现值。但是精准的公式同非常不精确的假设结合起来，可以用来构建而不是证明人们所想要的任何估值。考虑到其中三个组成部分：①增长率的乐观假设；②这个增长会在未来很长一段时间内持续下去；③复利的神奇作用，这赋予了证券分析师们一种全新的哲学基石，可以让他们用来创造或是证明一个真正的“好股票”的任何想要的估值。通常意义上，数学是用来创造精确和可靠的结果的；但在股票市场中，越深奥的数学对应着越多的不确定性，而投机是我们最终从中得到的结论。当微积分或是高等代数被引入的时候，你就应该警觉到操作者正在试图用理论来取代经验，并给投机披上了具有欺骗性的投资的伪装了。难道投资者和证券分析师们没有品尝过知识之树的禁果吗？他们品尝过之后，难道他们不会自己离开这个伊甸园吗？因为在这个伊甸园中，价格合理的充满前途的股票会从灌木丛中被连根拔起。[㊁]

这里反映了格雷厄姆对于量化那些不能量化的事物（导致极度的不精确）的深深担忧。品尝量化投资苹果的含义在1958年格雷厄姆演讲的

㊀ Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*,rev.ed.(New York:Harper Business,2003).

㊁ Ibid., 563-572.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候还不是很明显。但在20世纪90年代晚期，这种新型的投资行为方式已经变成了统治整个金融市场的主要推动力了。

现在请和我一起来想想这场巨大的悄无声息的变化，是如何孕育了商业中那些行为、价值和道德的侵蚀。这种变化反映了两种截然不同地看待投资和看待市场的观点。一种是关注企业内在商业价值的真正的市场，另一种则是关注企业股价的期望性的市场。英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯把这种二元对立描述成“企业”（预测资产整个存续期的预期收益）和“投机”（预测市场心理）之间的区别。正如凯恩斯所预测的那样，投机终于战胜了企业，古老的所有权社会变成了今天的代理型社会，资本主义的价值被严重侵蚀了。[⊖]

多么神奇，在很早之前我们的前辈就给我们做出了预言式的提醒。1934年，史东法官提醒我们；1936年，凯恩斯提醒我们；1958年，本杰明·格雷厄姆提醒我们。难道现在我们还不应该听从这三个极有远见的伟人对我们的忠告吗？难道现在我们还不应该站在这些巨人的肩膀上重新制定我们国家的政策，让我们远离那种参考同伴行为的道德相对主义，让我们摆脱蕴涵在豪赌股价预期的短期投机行为中的种种贪婪吗？难道现在我们还不应该回归到受托人义务所代表的道德绝对主义，回归到我们的传统道德，回归到建立在公司内在价值（审慎、尽职以及积极地参与公司治理）之上长期投资吗？

是的，改革已经迫在眉睫了。今天的代理社会已经伤害了公众的利益。我们的基金管理者的失败不仅代表着当代资本主义的失败，更代表着当代资本家的失败。正如凯恩斯阁下所说的那样，“当企业变成了投机旋涡中的一个小小的泡沫的时候，我们的资本主义就可以重新返工了”。我们现在就面临着他所说的那种情况，结果并不让人乐观。

总的来说，我们现在占统治地位的基金管理行业所关注的焦点已经从公司创造、生产和分销的产品和服务内在价值的持久本质转向了

⊖ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (New York:Macmillan,1936;Harcourt,Brace,1964).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司股价的暂时波动。预期胜过了现实。我们生活的这个世界中，夸大公司的股价比坚持公司的内在价值要容易许多。我们似乎忘却了本杰明·格雷厄姆对相对长期存在的永恒来说的短期预期的稍瞬即逝的担心。在短期来看，股票市场就像一个投票机器，而长期来看，它是一个称重机。⊖

共同基金行业

我对当代资本主义失败的激烈评论很明显地存在于今天过度的管理层薪酬之中；存在于"利润的操控"，价值极大地削减之中；存在于大量的赌博式的机构投资者之间的交易中；存在于大规模的运动所导致的巨大的政治影响之中；存在于金融竞技场之中，这里交易员和基金经理所分配到的财富和他们为投资者创造的财富不成比例。的确，金融行业削减了我们整个社会的价值。

金融行业对于经济学家来说是一个寻租行业，在这个行业中我们的中介（基金管理人、经纪人以及投资银行家们）为交易的双方担任代理中介。我们的中介让交易双方互相博弈，而最终这个本应零和的游戏变成了一个输家的游戏，原因很简单，因为要扣除各种各样的中介费用（另一些寻租者的例子，比如说赌场、法律系统和政府。好好想想吧）。

对于金融体系如何运作我还是了解一些的，因为我在这个行业已经工作了整整58年。这个我贡献了整个职业生涯的共同基金行业是资本主义的一个缩影。接下来的这些例子是为了说明如此多的基金管理人已经严重偏离了"一臣不侍二主"的受托人原则，尽管《1940年投资公司法案》要求这个主人必须是共同基金份额持有人。

▲ 由同样就任基金管理公司高管的董事会主席和首席执行官来控制基金

⊖ Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis* (1934,1940;New York: McGraw-Hill,2008).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事会，这本身就存在着严重的利益冲突，和对受托人标准的抛弃。

▲ 关注短期投机而不是长期投资，对预期的投资超越对企业的投资，这最终会为基金管理人带来巨大的收益，但同时为基金投资者带来同样巨大的成本。

▲ 在选择投资组合时，对股票的分析和研究不进行认真细致的尽职调查，让公司的管理层可以参与各种形式的利润管理和投机行为，而不受到专业投资人士的限制。

▲ 不履行和承担作为公司所有者的责任和义务，基本上完全忽略公司治理中出现的问题，让公司的管理者把自己的利益摆在了股东利益的前面。

▲ 激增的基金费用。随着基金的总资产在20世纪八九十年代时的激增，基金的费用增长得更快。这不仅反映了更高的费率，更反映了管理者的无能，因为他们没有很好地利用规模增加所带来的规模优势。例如，1960年最大规模的10家基金公司的平均费用率是0.51%，而到2008年这个数字增长到了0.96%，增长了整整88%（惠灵顿基金是唯一一只费率降低的基金，如果把惠灵顿剔除的话，平均费率的增长会达到104%）。

▲ 基金管理公司对其控制的共同基金所收取的费用要远远高于充分竞争市场中对养老金基金所收取的费用。例如，三家最大的投资顾问公司对他们的养老金客户收取的费率是0.08%，而对共同基金收取的费率要高达0.61%。折旧导致了每年养老金的收费只有60万美元，而对共同基金收取的费用达到5 600万美元，假设两者的投资组合相同的话。⊖

▲ 通过允许对冲基金经理参与到时区交易，而稀释长期投资者的基金份额价值。这个广泛地几乎充斥着整个行业的丑闻在2003年被曝光。

⊖ 这些数字是基于2002年的数据。在2010年3月，Jones V. Harris Associates的案例中，美国最高法院发现共同基金管理人在他们控制下设置的费用率的有效性是需要改进的。而我提供了一名法律顾问所制定的方法要比法院最终确定的方法更加严格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总共涉及23家基金管理人，包括很多这个行业的最大的公司。事实上，这是共同基金管理人和对冲基金管理人之间的合谋来敲诈普通的基金投资者。

▲ 与经纪人之间“花钱娱乐”的分销合约，让基金管理者使用基金本身分销中所支付经纪佣金（“软”美元）来满足自己的利益。

▲ 在广告上花费巨大，仅在过去两年中就花去了大约5亿美元的广告费用来吸引新的基金投资者，而这些钱都来自原有的投资者的腰包。大多数的广告费用都是用来宣传奇异的未经考验的产品的，而这些产品往往被证明更多的是为了短暂的市场吸引力而不是持久的投资诚信。

▲ 出借基金资产组合中的资产，但是把其中一部分的出借利润分配给了投资顾问。

考虑到以上这些失败，我们之前所看到的史东法官的警告难道不是看起来更加有预见性吗？让我来重复一下那些关键的语句。“所有权和管理权的分离，让少数集团来控制的大量小投资者资源的公司结构……公司高管和董事授予他们自己巨额的奖金，金融机构把投资者的利益摆在了最后一位”。正如我们很多年前忽略了受托人原则一样，在今天我们仍然忽略了它。用史东法官的话来说，这两个案例的结果，就是“个人所承受的痛苦和损失，建立在商业基础之上并依赖于它的诚信而生存的社会秩序所遭受的伤害，都是无法计算的”。今天，正如你所知，大多数的损失是可以计算的，那是数以兆计的美元。因此，今天让我们注意了，让我们呼吁对受托人原则的回归。

历史的一页

尽管大多数金融机构都是花着委托人的钱却按代理中介的利益来运营，但并不是所有的机构都是如此。因此，今天我将用我个人在共同基金行业的经验来告诉你这样的一个例子。回到38年前，我就表达了我对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金行业的本质和结构深深的担心。在那之后仅仅三年，我以我最大的能力成立了一个为了荣耀的受托人原则而设计的公司。

这些原则的实施是与我个人的利益相冲突的。在1971年——是的，1971年，我面对惠灵顿的合伙人们发表演说时，引用了和今天开场白一样的史东法官的话，之后我还补充道：

我支持这种观点，同时反映了我的一个古老的偏见：考虑到所有的因素，没有证据证明企业有大量的资本需求不能通过其他方式来满足的。对于一个专业化的企业来说，我并不欢迎拥有公众股东。这个限制对于基金管理人的适用就如同它对医生、律师或是会计师和艺术家的适用一样。在他们那里，也正如在基金管理人这里，都看不到公众股东所能为企业带来的任何特殊的价值贡献。一般来说，这些股东不会增加基金管理人的资本，不会增加基金管理人的专业技能，也不会为客户的利益做出任何贡献。事实上，倒是有可能想象这样一种情况，来自公共股东对于赢利和赢利增长的压力是和专业化的组织负责任的运营相违背的。尽管基金管理人行业具备商业化和专业化两种色彩，但这两者之间还是存在差异的……所以我们必须要问问自己。如果对我们的基金和客户来说，被一家公众公司服务是一种负担的话，那么这种负担是不是应该永久地存在下去？

我想我的坦率可能直接导致了1974年我在惠灵顿管理公司的首席执行官位子上被解雇。尽管这件事情对于这篇文章来说有点儿说来话长，但是我被解雇这件事为我的人生创造了一个新的契机——我有机会创立一个全新的关注受托人义务结构下的基金管理公司。我曾经把这种结构推荐给惠灵顿基金的董事。⊖当然，他们强烈反对我的努力。

然而，在历时几个月的研究之后，基金的董事接受我的建议，同意

⊖ 这篇文章是基于在哥伦比亚大学的一篇演说，它是作为共同基金行业以及先锋集团自身发展的三部曲中的第三部分。三部曲的前两部分在第6章和第7章中呈现了，“共同基金行业的重新共同化：阿尔法和欧米茄”和“事物的新秩序：把共同化重新带回‘共同’基金”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把基金自己的活动同基金顾问和分销商分离开来，这样基金就可以按自己基金份额持有人的利益来单独运营了。我们在新结构下需要建立一个新的公司。这就是先锋集团投资公司，由基金自身持有，聘用属于自己的员工，按照成本基础来运营，这是真正意义上的共同化的共同基金。

先锋集团刚开始营业的时候有着极其苛刻的限制，只能为基金提供行政管理服务，然而我意识到，如果我们想真正地控制自己的命运的话，我们必须要为我们的基金提供投资顾问和营销服务。因此，几乎在1975年5月先锋集团刚刚开始营业没多久，我们就着手去争取这两项重要功能的控制权了。在当年年底，我们就设立了全世界第一只指数型共同基金，由先锋来管理运营。

接下来，在1977年早期，我们抛弃了从1928年以来先锋一直使用的卖方驱动的经纪人分销体系，而开始使用我们自己领导下的买方驱动的无申购费用分销体系。在那年后期，我们设立了第一批按照到期日划分的债券基金，包括短期、中期和长期，全部都是高质量的投资级债券。在1981年，先锋开始为我们新设立的固定收益型基金提供投资顾问服务，同年，我们又设立了货币市场基金（你可以相信，所有这些举动都是充满正义的）。

自从1974年成立以来，先锋集团的资产从10多亿美元增长到如今的1万亿美元，先锋集团也成为今天美国最大的股票和债券共同基金管理者。总资产中82%（也就是8 200亿美元）的资产都是被动型的指数基金和与固定收益市场中各个部分挂钩的虚拟指数基金。有25位外部的投资顾问服务于我们剩余的基金（大多数是主动型股票基金）。而惠灵顿管理公司负责这些基金资产的大部分广告营销。而这些基金中的大多数都拥有多个投资顾问，来尽可能地分散表现不佳的风险。

特别需要提到的是，这一系列的商业决策都是在先锋集团的存在遭到质疑的情况下做出的，因为当时的证券交易委员会拒绝批准先锋从事营销和分销活动。但是在历时6年（没完没了）的斗争之后，证券交易委员会终于推翻了它自己之前的决定。全体投票一致通过，委员会宣布：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋集团的计划是与《1940年投资公司法案》的条款，政策和目的是一致的。实际上，它更延伸了法案立法的目的……增强的基金的独立性……在一个合理公平的范围内有利于每一只基金……节省了大量的管理顾问费支出并且产生了规模基金……并且创立了一种健康可行的基金集合体，在这个集合体中每一个基金都能够很好地发展。[1]

有预见性的证券交易委员会？

证券交易委员会的这些话现在看起来是极有预见性的。几乎没有任何的意外，先锋基金和它的份额持有人们一起成功了。按照晨星公司行业内对比的评级系统（把基金同与它有类似策略和目的的其他基金进行比较），先锋的业绩表现在50个最大的基金集合体中排名第一。

先锋同样还为基金持有人省去了大量的顾问费用，带来了规模经济。事实上，我们是全行业中成本最低的。2008年，我们基金总的运营费用率只有0.2%，而共同基金的行业平均水平是1.3%。这1.1%的节省，乘以1万亿美元的资产规模，意味着每年为我们的持有人将节省110亿美元。并且，基金世界最终开始渐渐地理解，低成本是衡量基金表现的唯一的最可靠的指标。正如我们在荷马的《奥德赛》中所读到的“公平交易最终总是可以得到更多的收益”。

如果在这些数据的基础上，你愿意接受先锋取得了商业上（资产规模和资产份额的增长）和艺术上（优秀表现和低成本）的双重成就这个事实的话，你一定想知道这是为什么。在先锋存在了35年之后，还是没有任何一家公司愿意效仿我们以股东为中心的结构（特别讽刺的是，我选择先锋这个名字一部分的原因是它在传统意义上意味着“新趋势的领导者”）。我想，答案非常简单。在我们低成本的结构之下，所有的利润都会流向基金份额持有人的口袋，而非基金管理人那里，从而解决了共同基金行业一直以来的利益冲突。然而，在任何情况下，领袖都应该寻

[1] *The Vanguard Group, Inc.*, 47 S.E.C.450 (1981).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找到它第一个追随者。

先锋集团代表着我已经尽我最大的努力在受托人义务的原则之下去调和基金份额持有人和基金管理人之间的利益冲突了。我想留给更智慧，当然也是更客观的人去评价我是否高估或夸大了我们所取得的成就。然而，我还是坦率地要承认我们所有的成就都归功于3个简单的原则：①结构上的正确（因为我们是由基金投资者所持有的）；②数学上的正确（投资中的低成本意味着较高回报这是个永恒的真命题）；③道德上的正确（因为与同行们相比，我们是通过赢得我们股东更多的信任和更高的忠诚而存在的）。根据独立的研究公司对忠诚度反复的评估，我们在排行榜上遥遥领先于我们的对手。请适当地怀疑自我服务的宣言，但是请看看数据。在2007年的调查中，一个组织这样总结道："先锋集团比其他公司拥有更高的客户忠诚度。"⊖

重新建立一个金融世界

先锋集团的诞生与重构并不是轻松的任务。如果没有决心、专业、运气、天时和一帮扮演关键角色的个人，这一切都不可能发生。所以，今天当我建议我们走得更远，从重构一个公司的本性和价值延伸到重构整个基金管理行业的本性和价值，乃至重建金融世界的时候，我很清醒地意识到它的任重道远。

然而，我们不会停滞不前。

因为我们面临着这样一个历史上前所未有的时代，我们最珍贵的理想主义和传统正在接受着强烈的批判。已经成为美国社会结构统治性特征的商业和工业之大厦的根基，正在受到强烈的冲击而摇摇欲坠，而其中的意义我们能够看见但是却看不清。那个曾经看起来坚不可摧的浮夸文明的城堡，无疑已经有了缺陷，因此今天我们需要联合起来重新检查

⊖ 默里·科尔曼，《很少有公司可以赢得客户忠诚度》，《华尔街日报》，2007年3月15日，C15。数字是基于Cogent Research的数据。先锋集团的忠诚度分数（强力的支持者减去强力的反对者）是+44，而基金行业整体的平均分数只有可怜的−12。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一下我们亲手培养起来的这个制度。

正如你可能猜到的那样，我又一次引用了史东法官1934年演讲的一部分，现在是我们该认真对待的时候了。因为事实上，我们的投资体系已经发生了巨大的变化。半个世纪前我们的所有权社会已经一去不复返了，已经变成了今天的代理型社会。然而在这个代理社会中，我们的代理中介却没有很好地服务于他们的委托人——共同基金份额持有人、养老金的受益人和长期投资者。相反，这个新的体系却服务于代理中介——我们的机构管理者自身。

另外，通过他们对公司治理的容忍，这些基金管理人也在某种意义上服务于美国公司的管理层。更糟糕的是，从长期投资转向短期投机，这个行业已经严重伤害了整个社会的利益，这恰恰如凯恩斯阁下所警告的那样。

然而，尽管公司所有权本质发生了巨大（或许很大程度上还没有人意识到）的转变，我们还是没有能够改变游戏的规则。事实上，在金融行业，大多数的历史规则都反复轮回统治了我们的证券发行商，我们的交易所和投资顾问。我们仍应该改进立法上的监管水平，并且加大目前立法下的监管力度，这两者一直以来都很松散，严重忽略了新环境的影响，因此应当为今天的危机承担较大的责任。

当然，美国社会一直都保持着一个持续的不稳定运动状态。它一直如此，将来也不会改变。我常常指出美国开始于农业经济，之后很大程度上转变为制造业经济，再之后很大程度上转变为服务业经济，最后转型为如今的以金融服务业为主导的经济。这种社会的转型并不新鲜，但是它们总是不同的，因此并不那么容易就能伴随着开明的回应。再一次，史东法官，认识到新的力量需要新的回应：

在1809年，杰斐逊写道："我们是一群乡村的农夫。我们之间几乎没有什么商业活动，也没有多少制造行为。我向上帝祈祷，我们还可以过久一点这样的生活，而不要有太多的商业和制造活动。"自此杰斐逊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写下这句话之后，美国人民的生活发生了巨大的变化。这些不可阻挡的经济力量产生了很多社会问题，其中包括有关我们所创造的全新而复杂的经济力量的理解，这种经济力量和分散在各个独立行业的普通百姓生活之间的关系，以及这些古老概念下的力量是如何适应新的不同环境来满足不同的需求的。

为了处理我们失败的代理型社会所创造出来的全新的复杂的经济力量，当然我们需要一个全新的样式：一个受托人社会，在这个社会中投资者利益为先，我们实业界和金融界领袖们的道德行为代表着最高的价值。

建立受托人社会

尽管今天的挑战不可避免地和往日的挑战不同，但是原则没有变。考虑到18世纪亚当·斯密的警告：“为别人管理金钱的管理者很少像照看他们自己金钱一样警觉地照看别人的金钱。他们很容易分散自己的注意力。玩忽职守和浪费的情况一定时有发生。”⊖因此在最近几年中，玩忽职守和浪费常常发生在我们的基金经理之中，甚至到了彻底忽略自己对委托人的职责的地步。几乎没有管理人是抱着一种“担忧的警觉”的态度去照看别人的金钱的，而这种态度曾经是我们投资专业人士行为的准则。

因此我们必须做的是发展一种全新的受托人社会，用来保障我们最后方的所有者能够随着这些投资准则被保护而拥有自己的权利。这些所有者包括共同基金份额持有人和养老金受益人，而他们的存款已经岌岌可危了。他们所拥有的权利包括：

- 这些基金管理人/代理只为委托人利益而服务。简单点儿说，客户就是上帝。

⊖ 在那个年代，浪费被定义为“过分慷慨的或浪费性的支出，或是过度的赠与金钱物质等，或是乱花”（《剑桥英文字典》，第2版，12卷，1989年，第584页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▲ 基金管理人和证券分析师在为投资组合选择股票时用以严格尽职调查和高水准的职业标准。⊖

▲ 代理中介作为一个有责任的公司来行事，要求他们返回给委托人那曾被忽略的股票所有权，来督促公司的董事和管理层履行对股东的受托职责的权利。

▲ 共同基金和金融产品遵循本应有的原则和诚信的权利。

▲ 建立了一个管理费用结构来符合不仅是比率上的而且是绝对金额上的合理标准，并且这种费率和结构同样也适用于管理者的其他客户。

▲ 消除可能妨碍完成这些目标的所有利益冲突。

还应该补充的是，我应该提及这里的最后一条也许会阻止基金管理公司被金融集团所持有，虽然这已经是现在共同基金行业的主流模式。在今天40家最大的基金集合体中，只有6家是被私人持有的。剩下的34家中由13家公司是直接被公众持有的，另外有足足21家基金管理机构是由美国或是国际上的金融集团所持有控制的，包括高盛、美国银行、德意志银行、荷兰国际、John Hancock和加拿大永明人寿。或许这种分割会很痛苦，但是，由金融集团持有基金管理公司是对“一臣不侍二主”这一原则的最公然的挑衅。

当然，我们需要政府的努力来创造这样一个我所规划的全新的受托人社会。当然，首先是政府要愿意并且有能力强制执行信托标准和受托人义务，在这个标准和义务之下，基金管理人排他性地只为受益人的利益而服务。这些受益人主要是指共同基金份额持有人和养老金计划的受益人。正如公司改革者罗伯特·蒙克斯（Robert Monks）准确指出的那样，“没有所有者的资本主义注定会失败的”。

尽管政府的参与是必要的，然而，新体系的发展更需要联合私营投资部门，一个亚历山大·汉密尔顿——政府和私营部门共同承担责任，

⊖ 彼得·费希尔（广受尊重的黑岩公司高管以及前财政部官员）最近告诉《华尔街日报》（“变化的原则”，2009年3月29日），他相信我们应该要求机构投资者去更好地分析，并建立一个胜任能力的最低标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由国会来建立受托人的原则，而由私营部门来不断地实践和检验它。让资本主义回归到最终的所有者之上，任重道远。然而，过去的每一天所清楚反映的现实都告诉我们受托人义务的概念不仅仅是一个只能拿来讨论的理想，它十分有必要去付诸真正的实践。

因此改革我们的金融体系本性的任务迫在眉睫，而金融体系的改革反过来也会促进我们糟糕实业公司治理体系的改革。然而，我在这篇文章中热情洋溢的支持性的想法并没有被美国金融系统的同事和同行们广泛接受。但是，或许很快很多其他人最终会看到曙光。例如，在2009年3月，治理改革的想法得到了当今最受尊敬的金融经济学家，麻省理工学院的安德鲁 W. 洛（Andrew W. Lo）教授的支持：

这场金融危机最重要的暗示就是关于现在公司治理的状态……这召唤我们需要改变这些"规则"了。现在的公司治理结构中存在一些根本性的错误，现在一般的公司都面临着这样的风险。[⊖]

总的来说，我所倡导的规则的改变（让机构基金管理者遵循联邦法规下对他们客户的受托人义务）将会反过来促进基金管理者利用他们所有者的地位来要求他们所投资的实业公司的董事和管理者同样也遵循对股东的受托人义务。最终正是这两个群体将共同承担对交由他们管理的公司资产和基金资产的审慎的保管人义务，这不仅仅将改革今天充满缺陷和矛盾的模式，更将发展出一种全新的将修复传统道德标准的模式。

我没有多少耐心等待这个卡多佐法官描述的美丽制度的回归了。我在前面的评论中引用了他的话：

受托人所坚持的某些道德准则要比普通市场中的道德准则更加严格……为此也已经形成了一些不可侵犯的根深蒂固的传统……当时的行为标准不仅仅是诚实，尽管严格的诚实还是最敏感的标准之一……

⊖ 安德鲁 W. 洛，"商业洞察（特别报道）：执行简要——理解我们的盲点：金融危机强调了需要转变我们的风险观"，《华尔街日报》，2009年3月23日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此只有保持受托人的行为水平在一个很高的层次之上才不会遭到众人践踏。

在1934年重要的演说中，法官哈伦·菲斯克·史东关于服务大众利益提出了更进一步的预言式的观点（正是他的演说激发了我创作这篇文章的灵感）。

在为我们的社会和经济失调寻找解决方案的时候，太过于依赖于这个社会需要什么，而不是作为无偿付出的良好公民我们应该给予这个社会什么……然而，我们知道除非个人利益的诱惑有其他的束缚，除非社会中更有影响力的因素让人们在一种促进公益的品质下去行事，否则我们的社会就不会运行良好……特别是一个社会是用物质上的收获来衡量它的成就的时候。我们必须让我们自身的道德标准与传统的道德标准和理想主义最大程度上相一致。让那些处于商业文明战略地位的受托人去遵循社会有权要求他们遵循的绝对正直的诚信，对于我们今天来说，没有什么要比这更重要的了。

史东法官里程碑式演说的75周年纪念日提醒我们在座的从事投资管理职业的每一个人，我们已经远远偏离了那种绝对正直的诚信标准了。然而这个纪念日也给予了我们另一个机会去增强我们经受住考验从而建设更加美好的金融世界的决心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第9章

共同基金在千禧年：基金董事和基金神话[⊖]

当在半个世纪前，也就是1950年，我在为我的毕业论文做研究的时候，我找到了一份证券交易委员会的报告。报告中把共同基金描述为在过去50年中美国最重要的金融进步。但是当时我并不太能够明白证券交易委员会是如何得到这个强有力的结论的，因为当时这个行业只有25亿美元的资产规模，这是当时美国家庭持有的金融资产规模的1.5%。但是，天哪，它们是对的。自从那时起，基金行业没有辜负之前的承诺。今天，行业的总资产规模达到了7.2万亿美元，这相当于过去5年中美国家庭新增流动存款的90%，共同基金已经变成了这片土地上最大的金融资产聚集地了。

然而，这个行业今天却迷失了它的方向。在半个世纪前，它还是一个投资的生意而不是一个营销的生意。今天，这正好反过来了。我们不仅可以通过基金行业的本质和焦点来衡量，也可以通过每个职能的相对

⊖ 本文改编自2000年5月15日，纽约PLI(The practicing law institute)1940年法案机构所发表的一篇演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支出来衡量，这个行业已经变成了一个营销的生意。那时，基金还都是长期投资，基金管理者们也都是长期投资者，基金份额持有人平均持有份额的年数大约在15年。而今天我们的基金们来去都太匆匆了：每一个工作日，平均有3只新的共同基金成立，并有一家通常是表现很糟糕的基金关门停业。50年前，基金的费用还很好地处在公平的范围中。今天，尽管基金的资产总量增加了整整2 900倍，但是每一份额的基金的费用率却增加了1/3，也就是说基金的绝对运营费用金额增加了整整4 300倍，从1950年的1 500万美元增长到1999年的650亿美元。

今天我将为你们呈现这种趋势的图形上的证据，我担心，这种趋势预示着共同基金行业和金融市场都出了一些问题。尽管在过去超过10年的时间内我一直在大声疾呼这种趋势，但是现在看来它只是愈演愈烈。另外，忏悔总是有益于灵魂，我承认并没有多少证据证明这种趋势对股票市场有害——至少目前来说。

保护基金份额持有人的利益

尽管如此，关注于营销，基金投资活动非常频繁，基金费用猛增，这些趋势在一起作用可能会在1年、2年或是3年中引起某种结果，正如1934年哈伦·菲斯克·史东法官所说的那样，他评论了那些导致1929年股市崩盘和随后的大萧条的事件。⊖

当金融时代的历史一页页翻到今天的时候，大多数的错误和缺陷都归因于我们没有遵守受托人原则，这个如《圣经》般古老的谚语，“一臣不侍二主”。

公司结构的发展使得一小部分群体能够控制大量且均匀的小投资者的资源，这就让积极地遵循这个原则变得极其重要，如果我们的商业社会想要正常运作的话。

⊖ 哈伦·菲斯克·史东在1934年6月15日发表于密歇根大学法学院的演说，之后由《哈佛法律评论》（1934年）发表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，那些本应该作为受托人去服务的管理者们，却用聪明的法律手段，把自己从保护那些他们所代表的委托人利益的责任中解脱了出来……从而把基金份额持有人的利益摆在了最后一位，这也就意味着我们偏离那个法则的必要的暗示已经很远了。[⊖]

在这个行业中，少数群体控制着"大多数投资者的资源"，正是基金管理人应该为我今天所讨论的这个有害的趋势承担主要的责任。但基金的董事们（那些通常意义上的受托人）同样也应该承担部分责任，考虑到联邦和州法律所要求他们承担的责任。考虑到他们所做的以及他们没有做的，这的确是一个重担。无论是否附属于基金管理公司，他们都在服务于两个主人——管理公司和基金份额持有人，并且这就是问题的根本所在。是的，我们需要企业家们设立基金，是的，他们拥有这样的权利。毕竟，这是美国的方式。但是，当这个利润过度的时候，它会给基金份额持有人的回报带来不可接受的负担，毕竟基金份额持有人才是基金真正的拥有者。

我并不打算争论我们今天的基金董事，已经像史东法官那个时代的受托人一样，用聪明的法律手段把自己从受托人的责任中释放出来。事实上，他们的受托职责还是明显存在的。但问题是这种职责被忽视了。有许多非常有说服力的证据可以证明管理人/营销者的利益被摆在了第一位。某种程度上这是真实的，它意味着基金的董事们把"基金份额持有人的利益摆在了最后，而他们实际上是应该代表着份额持有人的利益的"。

我将通过去除共同基金传统特性的神话色彩的方法来分析最近的行业趋势。这些特性在如今非常盛行，我想这一点没有人会反对。接下来我将分析他们中的5个。

⊖ 我上一次引用这些文字是在1971年我给惠灵顿管理公司的官员的演讲中，那是我成立先锋公司的三年前。我当时映射了基金行业在20世纪60年代那个"沸腾"年代中给投资者所造成的伤害，这也是1973～1974年灾难性的50%下跌的股灾的序幕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神话1：共同基金是长期投资。

神话2：共同基金管理人是长期投资者。

神话3：共同基金份额持有人是长期的所有者。

神话4：共同基金成本下降。

神话5：共同基金回报符合投资者的理性预期。

我将通过分析这个行业已经急剧变化的现实来逐一质疑这些神话，特别是在我们可能认为的基金发展的最新时代中，开始于20世纪80年代中期，那时基金资产规模首次超过5 000亿美元。为了避免我只告诉你所有的问题，但是没有解决的方案。我将总结出一个黄金准则和十条戒律给基金董事们，来帮助基金份额持有人回归到他们本该属于的地方：重要的金融机器的驾驶室里。尽管这个过程将非常艰难。

神话1：共同基金是长期投资

共同基金曾经被认为是持有一生的投资。这种想法就是把共同基金当做一个完整的分散型的投资计划来购买，并且永久地（沃伦·巴菲特最爱永久持有一只股票了）持有它，这正如很多富有的美国家庭使用信托公司和私有受托人一样。但是随着时间的推移，这个行业已经渐渐地从关注明智的长期投资转移到了关注营销所谓的“金融产品”之上（我并不在乎它叫什么，但是一定是正中要害的）。这个趋势意味着，正如一家公司所说的，“我们正处在一个冰激凌生意当中。我们偏爱香草和巧克力口味，但是如果消费者想要开心果口味的话，我们也会提供给他们”。

这种战略上的转变很大程度上解释了20世纪60年代基金沸腾年代，20世纪80年代可悲的政府附加基金和全球短期收入基金，以及世纪之交时互联网科技和所谓的焦点（20只股票限制）基金的产生原因。在过去的5年中，有超过2 000家新的股票型基金成立，其中大多数都是为了满足大众的胃口而设计的，以便在未来复制在科技、电信和科学构建的所谓新经济中收获令人难以置信的收益率。如果历史可以借鉴的话，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金中大部分在今后的十年中都将不复存在。

在20世纪60年代那个更加寂静的时代，200家基金中只有28家没有存活下去，那十年中基金14%的退出率还是可以接受的。到了70年代，早期疯狂的狂欢总是难免之后的宿醉，有297家基金，包括大多数的沸腾基金，停业了。基金的退出率飙升到62%。因此在这场大清洗之后，80年代的基金行业显得平静了许多，退出率下降到21%。然而在90年代，尽管有着大牛市，基金的退出率还是在当时飙升到55%。在过去仅仅两年当中，就有450家基金退出了市场。

很明显，有很多的基金完全是为了销售目的而设立的。缺乏持久的投资原则，并确定业绩糟糕，这些基金像是为了退出而设立的。如果20世纪最后十年的退出率持续到本世纪的头十年的话，今天市场上4 500家基金中的2 300家都将在2010年消失。共同基金的董事们，无论是否意识到身边所发生的一切或是意识到他们的受托人职责，他们都要对这场共同基金本质的转变承担责任。这个行业已经从明智的长期投资转变为提供短期营销机会的商品，从提供一生的保管义务转变为参与市场的趋势（见图9-1）。

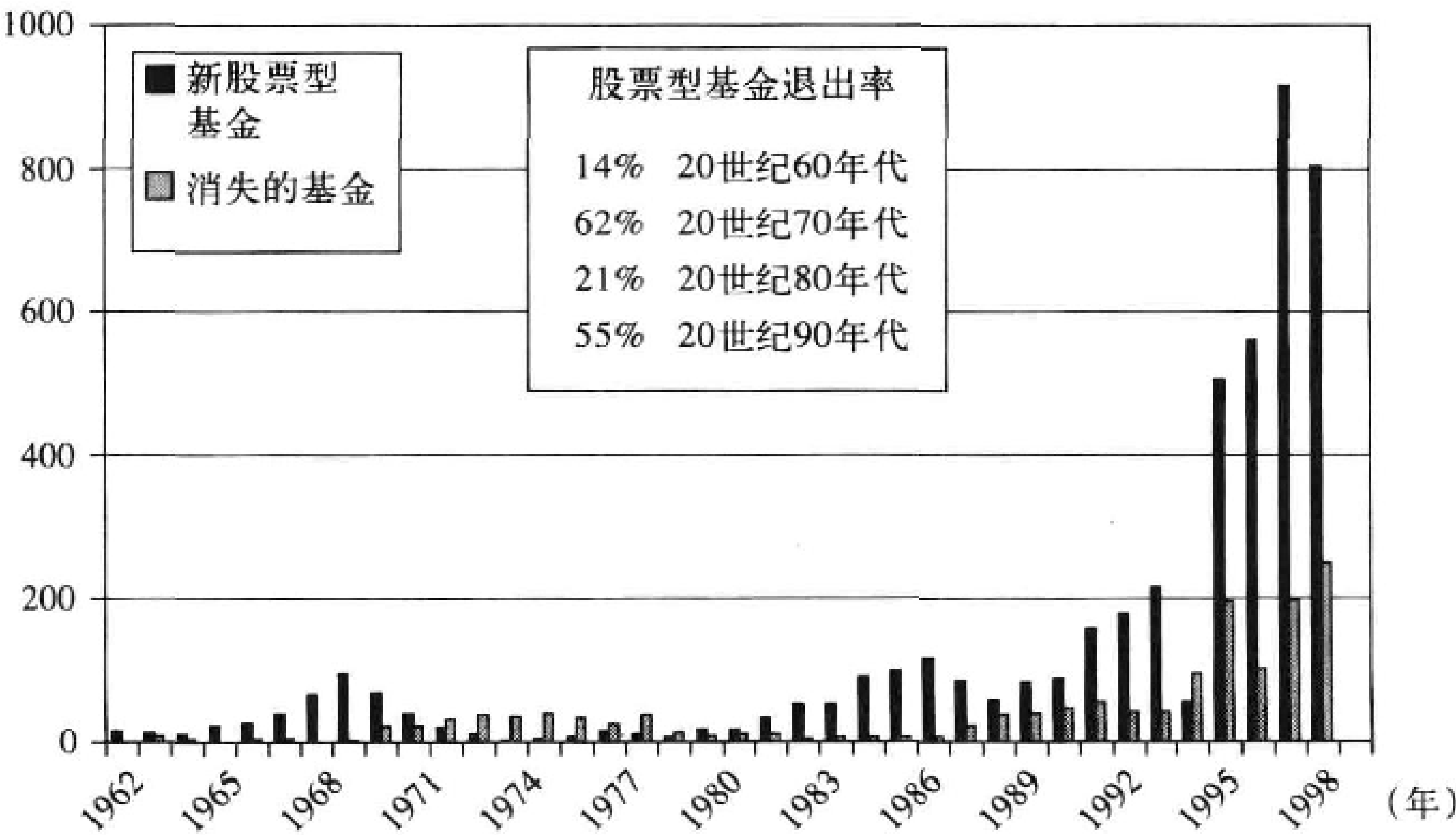


图9-1 神话1：共同基金是长期投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神话2：共同基金管理人是长期投资者

同样令人失望的是，至少是令我自己失望的是，共同基金关注焦点的有害转变。我坦白点说，“基金管理人们，从曾经的长期投资者变成了如今的短线投机者”。从我在普林斯顿大学写毕业论文的时候到20世纪60年代中期，基金组合的平均换手率大约在15%～20%的范围内，对于一个股票基金推定的持有期在5～7年。而在近些年里，基金换手率一直维持在80%以上，去年更是达到90%。令人惋惜的是，在这个日交易员的时代，基金管理人可以被准确地描述为“406天交易员”。如果“投机者”这个词对于普通的基金管理人来说还太严厉的话，那么至少也是一个无限趋近于“投机者”的词，而不是“长期投资者”。

有趣的是，如此高的换手率几乎无所不在。从中等市值增长型基金平均146%的换手率到小市值价值型基金平均62%的换手率，甚至大中等基金的换手率超过63%（不包括股票指数基金，它们的换手率在9%左右）。高换手率并不是统计学上的偏差，它就像我们呼吸的空气一样普遍存在于这个行业中。再一次，这个行业向某种营销思潮的转变要为如此高的换手率承担主要的责任。仅仅是在几十年前，还是投资委员会负责基金管理，关注的还是长期投资，今天却是投资组合经理去负责基金管理。而这些关注短线投机的组合经理会非常“热门”，哪里有热点，大量的资金就会蜂拥而至哪里，并且更多的资产意味着更多的管理费。因此，自从20世纪60年代中期以来，我们众星捧月般地对待我们的热门组合经理：他们变成了我们的明星，耀眼夺目。“一个明星诞生了”已经成为标语。可惜的是，正如我们所知，大多数明星都如同彗星一般，耀眼过金融世界的天空却转瞬即逝，化为尘土落在地面之上（见图9-2）。

不像那些老派的投资委员会那样，我们新生代的基金经理们闪电般地扣动着扳机。组合经理们好像看起来不能长期坐着不动，这也印证了帕斯卡的格言：“人类所有的罪恶都来自于，人类不能在一间房间里安静地待着。”另外，组合经理也不能够在他们的岗位上待上很久，组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理的跳槽率和投资组合的换手率一样惊人。一个运营了5年以上的股票基金的组合经理在岗位上的平均年限为短短的6年。之后当他跳槽的时候，要么是因为基金失败了，要么是因为对冲基金的召唤，要么是投资部门的重组，新的组合经理就会重新整理一遍已有的投资。

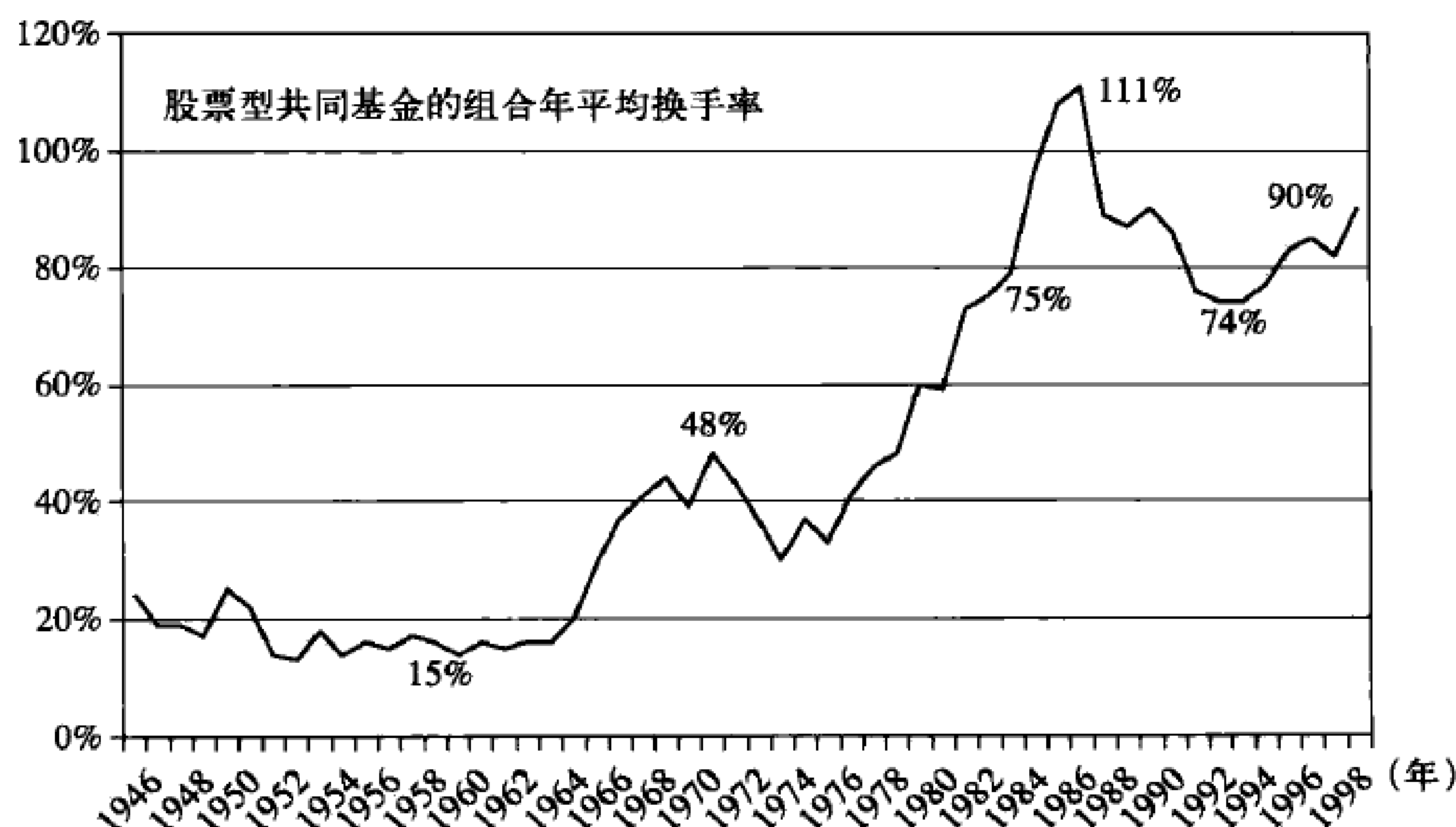


图9-2 神话2：共同基金管理人是长期投资者

那么如此高的换手率到底有什么坏处呢？首先，它不可能在整体上服务于基金投资者，因为基本上有一半甚至更多的换手率，都是发生在共同基金之间的。其次，交易证券需要成本（手续费、价差和市场影响成本）保守估计下来减少每年收益0.5～1个百分点。最后，税务影响是毁灭性的。资本利得大约有1/3是在短期基础上实现的，所以要作为普通收入来缴税，这会直接导致基金在牛市中每年的收益减少3个百分点。

是的，现在思潮的一些幼稚的维护者可能会说，40%的股票基金资产是在税收递延账户中持有的，因此税收不会影响收益，但同样也没有任何证据表明所有这些会增加收益。因此，削减60%的基金份额持有人的较高的换手率并不会为剩下的40%的持有人带来任何益处。这种从长期投资到短线投机的转变正是伤害了那些基金董事本该服务于基金份额持有人的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神话3：共同基金份额持有人是长期的所有者

就像“我爱你”病毒一样，这个有害的感染了共同基金存续期限和基金经理在职期限的病毒看起来是极具传染性的。共同基金份额持有人现在也遭受着同样的疾病困扰——一个“跟着领导”的游戏，我相信这个游戏最终是没有收益的。在我写毕业论文时，以及那之后20年中，基金份额持有人平均赎回的比率仅仅是每年7%，这意味着他们平均的持有年限约为14年（这个赎回率的倒数计算方法是比较粗糙的，但是用来衡量持有年限还是相对合理的）。然而这个数字在20世纪80年代中期时上升到了15%，7年的持有期。

但是在20世纪70年代晚期的时候，基金持有人行为的另一个原因产生了。随着基金家族概念的扎根，转换特权被广泛使用。例如投资者可以赎回基金家族中的价值型基金来购买增长型基金，或是它的货币市场基金——很明显这也是一种赎回，但是并没有在官方数据中统计，因此低估了基金投资者的赎回率程度超过50%。从20世纪80年代中期到1997年，股票基金平均的赎回率在17%。但是，转换赎回率甚至达到每年19%，这就让每年总的赎回率达到了36%，基金份额持有人的持有年限不足3年，这要比1950～1975年的平均14年的持有期低80%。

在1987年，短暂的市场崩溃之后，赎回率更是罕见地偏离了正常值。赎回率攀升到总资产的20%，而转换赎回率（主要是流向货币市场基金）更是飙升到42%，总计赎回率达到62%。在当年10月，仅仅一个月之中，年化的赎回率就达到120%（是的，如果这个比率坚持一年的话，要比所有股票型基金的总资产都要大）。这个比率或许预兆着当时的股票市场会从混乱演化到熊市。在任何情况下，赎回率上涨的趋势看起来都在加速。1999年总的赎回率几乎达到40%，在2000年的前3个月里更是飙升到50%，反映在对价值型基金的抛弃和对科技型基金的青睐，有小部分资金流入了货币市场基金。

投资者性格的巨大变化，从长期到短期，违反了投资成功最基本的原则：为长期而投资。我相信这种频繁的换仓会让投资者损失更多的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资收益，而不仅仅只是高额的交易成本和税收成本。这些令人震惊的赎回数字，据我所知，从来没有向基金董事披露过，他们完全没有意识到投资者转变的品质以及他们服务的基金所增加的风险和成本（见图9-3）。

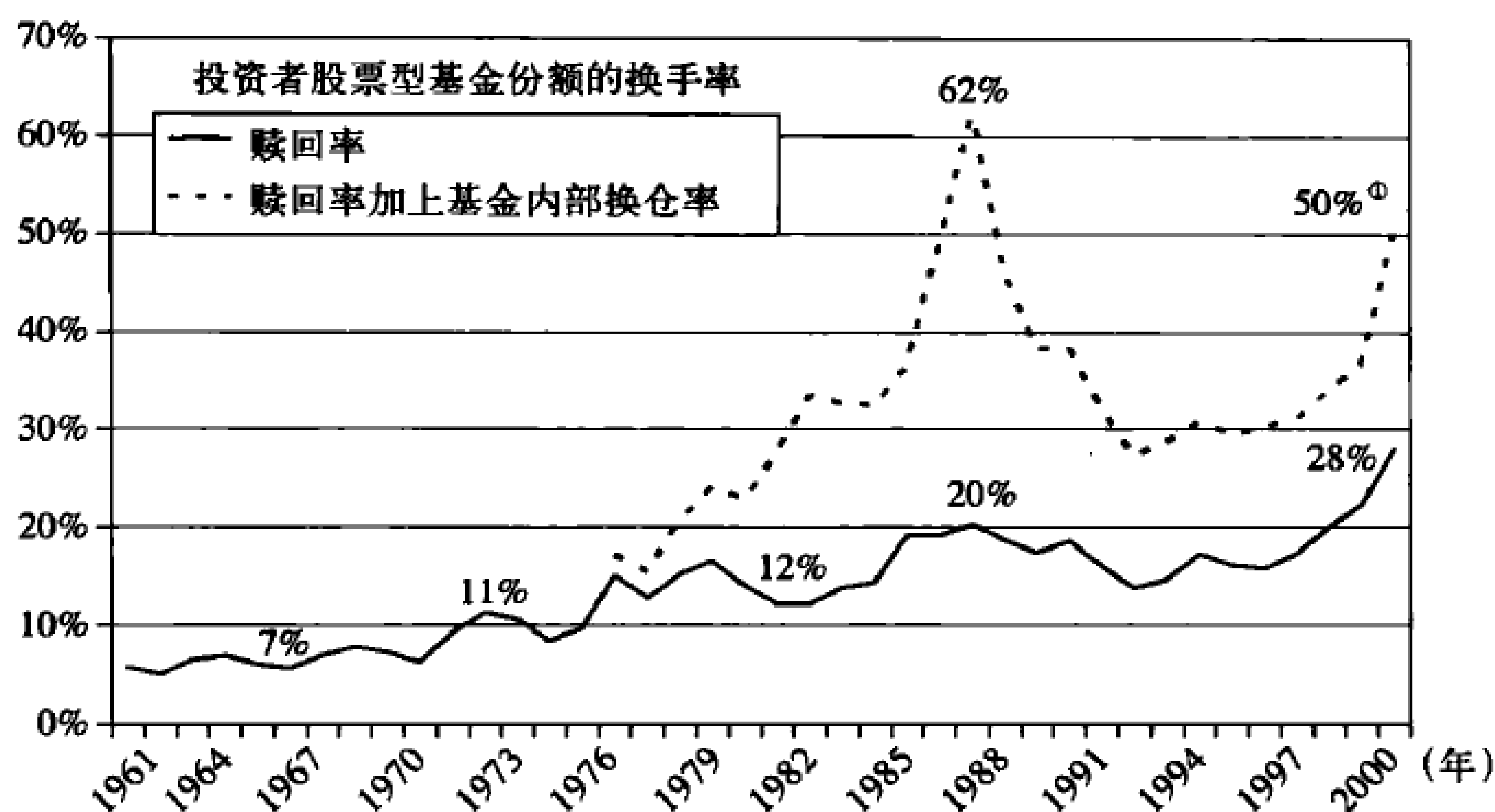


图9-3 神话3：共同基金份额持有人是长期的所有者

①2000-1Q annualized.

神话4：共同基金成本下降

回到1950年，我写毕业论文的年代，股票型基金的平均费用率是0.77%。从那时起，它就一直在增长，到1980年达到0.96%，1987年达到1.20%，1995年达到1.40%，之后随着新型高成本基金的设立，这个数字在1999年达到了1.58%。总之，股票型基金的平均费用率增长了超过100%——单位成本翻了一倍。

然而，行业数据被鼓吹得天花乱坠，基金成本实际上在下降这样一个神话也就诞生了。特别是一个行业研究表明，使用一种非常不准确的模型公式，我们可以得到"基金所有者的成本"正在降低的结论。这个行业研究承认如今股票型基金的单位成本平均在1.93%（这比我的数据1.58%还要高出35%）。但是它宣称，购买股票型基金的平均成本（当按照每只基金的销售额来加权时）是从1980年的2.26%下降到1998年的1.35%。

我敢说，这个研究有太多问题了。使用销售额作为成本核算的基础，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个研究仅仅描述了投资者选择的重大转变，从高成本基金到相对少数的零成本基金，低费用率基金和最小成本指数基金。但是，价格竞争并不是由消费者的行为来定义的，而是由生产者的行为来定义的。因此这种含糊不清的方法所衡量出的这种趋势并不能证明共同基金行业中进行着激烈的价格竞争。事实上，几乎没有哪家基金把自己的费用削减而发展成低成本基金，价格竞争根本就不激烈，也几乎不存在任何价格竞争。

这个研究还有更多的缺陷。它完全忽略了基金持有的一个巨大成本——基金组合换手。这将在之前推定的1.35%的成本基础上增加0.5～1个百分点。研究把基金销售费用按照25年来摊销，完全忽略了如今更短的持有期限（因此每年所摊销的费用也更多）。研究还忽略了基金在没有完全投资于股票时所发生的机会成本，大约0.6个百分点，并且研究甚至没有报告它在之前的姊妹篇中所描述的事实，最低成本的1/10的基金的平均费用率事实上从1980年至今增长了27%（从0.71%增长到1997年的0.9%）如果把先锋剔除的话，或许增长了35%～40%。即使是最低成本的基金都不会否认他们的费用增长了。既然基金成本在过去的20年中，从8亿美元猛增到650亿美元，每年增速25%，那么很明显，降低的成本又只是一个神话罢了（见图9-4和表9-1）。

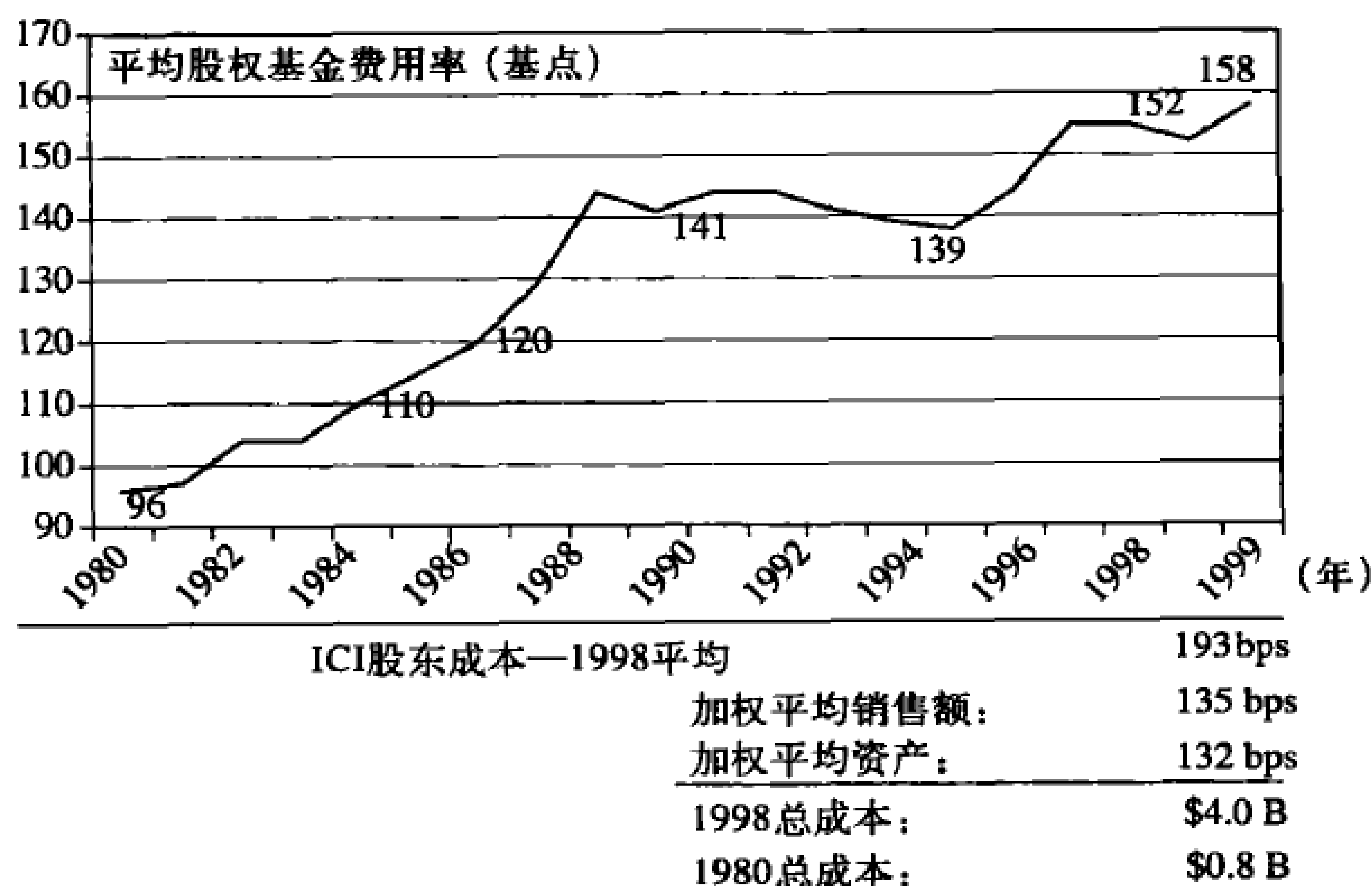


图9-4 神话4：共同基金的成本降低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表9-1 共同基金的成本降低

ICI的立场

- 股票型基金的所有者成本下降了40%。
- 1980年——231个基点，1998年——135个基点（有申购费用的200个基点，无申购费用的83个基点）。

具体的缺陷

1. 由销售额来加权。无加权的费用率实际上升了64%——从96个基点到158个基点。
2. 最低成本的1/10的基金的费用率上升了27%，从71个基点到90个基点（1997年）。
3. 忽略了组合换手所带来的隐含成本（50～125个基点）。
4. 忽略了机会成本（60个基点）。
5. 忽略了"包裹账户"的费用。
6. 在25年前数据的基础上摊销基金的销售费用。如果更新数据的话，1998年成本上升了50个基点，至185个基点（估算）。

基础的缺陷

价格竞争应该被（正确地）定义为生产者的行为，而不是消费者的行为。因此价格竞争在基金行业并不"激烈"，它简直就不存在。

神话5：共同基金回报符合投资者的理性预期

考虑到投资活动中一并发生的高昂的费用和运营成本，短期的投资期限以及巨大的交易和税收成本，很正常，共同基金的收益要严重滞后于在历史最大牛市中美国股市所带来的巨大收益。假设大多数基金投资者的预期至少是要公平地享有普通股票所带来的长期收益的话，共同基金满足了投资者的合理预期这个想法也就只能是另一个神话了。

我并不仅仅是指出基金的平均收益不如标准普尔500指数的收益。尽管大市值的指数是一个并不坏的比较参照物（毕竟它代表了75%的股票市场，它所代表的收益在过去30年中和整个股票市场的收益基本一致）但是它还是一个比较粗糙的比较，考虑到如今几乎一半的股票型基金都主要关注于中等市值和小市值的股票。那最终的结果就是基金的历史平均表现比它在1994～1998年大盘股暴涨阶段的表现要优秀一些，而比1990～1993年以及最近的16个月里小盘股暴涨阶段的表现要糟糕一些。

但是，我们找到了更精确的比较方法。我们把大盘股基金和大盘股指数进行比较（标准普尔500指数是相当合理的），而把中盘股和小盘股基金同中盘股和小盘股指数进行比较。结果就是，按照税前的基础，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去的15年中，大盘股基金的收益率每年滞后基准收益率2.9个百分点，而中盘股基金滞后4.7个百分点，小盘股基金滞后2.0个百分点（考虑到行业如此高的退出率，我曾尝试按照生存者偏好上以平均1.2%的水平来保守地调整过这些数字，而且我已经大方地忽略了销售成本了[⊖]）。按照税后的基础，你可以想象，这种滞后分别增加到了4.5个百分点、6.2个百分点和3.0个百分点。残酷的现实是，所有的基金成本加起来要消耗1/3的基准收益，即使这些基准收益已经扣除了预估的指数基金的费用和税收。

可惜对于基金份额持有人来说，这是最少的一部分了。即使我们的投资收益可以受到著名的复利的神奇作用，但是我们的投资成本也同样受到复利作用的摧残。结果就是：共同基金在过去的15年中的累计收益率和同类型指数的累计收益率相比相形见绌。大盘股基金的累计收益率仅仅是标准普尔500指数税后累计收益率的51%。中盘股基金的累计收益率则是标准普尔400中盘指数税后累计收益率的37%。而小盘股基金的累计收益率是罗素2000小盘股指数税后累计收益率的56%。这可并不理想（见图9-5）。

10 000美元投资15年的收益混合基金 vs 指数基金					
基金类型	年收益率		最终价值		成本占比
	税前	税后	税前	税后	
大盘股 标准普尔500	15.0% 17.9	12.2% 16.7	$81 400 118 200	$56 200 101 700	49%
中盘股 标准普尔400	12.8% 17.5	9.8% 16.0	$60 900 112 300	$40 600 92 700	63%
小盘股 罗素2 000	10.2% 12.2	7.5% 10.5	$42 900 56 200	$29 600 44 700	44%

图9-5 神话5：共同基金满足了投资人的合理预期

⊖ 我相信我在生存者偏好上的调整是极为保守的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很难想象基金的董事可以沉溺于他们作为保管人纪录的荣耀之中，也很容易想象他们主要的担心，甚至是尴尬，尽管这两者都没有什么证据。因此，最容易想象的是那些没有附属于基金管理公司的基金董事根本就没有意识到这些事实（可以肯定的是，那些附属于基金的董事肯定都很清楚地认识到了这些）。是的，我非常确信，几乎所有的董事都会收到一份显示每年收益率和累计年化收益率的演示，但我在想又有多少董事会在综合比较的基础上了解累计的税后收益率呢？

然而，尽管数据清楚地表明了问题，但我们仍然没有看到任何一家基金管理公司因为持续的糟糕业绩表现而被终止管理合约。这强烈地暗示着基金董事不知道或是不在乎，或是不认为自己应该做些什么。如果他们不知道的话，那么他们就是完全不知道自己的职责。如果他们不在乎的话，那么他们就一定是财务上的白痴。如果他们不认为自己应该做些什么的话，他们认为谁应该采取行动呢？

我们从这里走向何方

综合考虑，行业焦点从管理转向营销，基金退出率的上升，组合经理服务年限的缩短；基金越来越像是一个交易的工具，而不是一个投资的工具；猛增的成本和税单，这些因素共同伤害了基金份额持有人的利益并且创造了表现糟糕的明显纪录。接下来我们该做点什么呢？我建议我们的独立董事应该在解决这些问题中扮演重要的角色。毕竟，独立董事是应该符合《1940年投资公司法案》的明显要求的。

> 国家的共同利益和投资者的利益被伤害了……当投资公司是按照投资顾问的利益去组织、运营和管理，而不是按照份额持有人去管理时……或者当投资公司没有接受足够的独立审查时。

这个法案的序言明确地提出了两个要求：①应该把基金份额持有人的利益摆在第一位，基金的组织、运营和管理应该首先考虑持有人利益至上的原则；②独立董事有责任认真地去审查以确认公司是否把基金份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额持有人的利益摆在第一位。

十条戒律

我很清楚地认识到，这个行业要想达到这个宝贵的目标是一个极其艰巨的任务。我已经竭尽所能了，即使在“先锋实验”开始之前，令人失望的是，看得见的成果几乎没有。先锋从1974年的第一步迈出开始了他漫漫的旅途，之后还有很长的路要走（你们大概不会了解先锋曾经走过的每一步，以及今后要走的每一步是多么艰辛与费力）。但是，我还是鼓励它朝着《1940年投资公司法案》所要求的神圣目标走得更远。尽管我希望我们可以迈出巨大的一步——为基金董事设立一个联邦性质的受托标准，然而，事实上一小步一小步踏踏实实地走更加现实。因此，我会建议我们从为独立董事设立十条戒律开始：

▲ 应该保留属于自己的独立顾问。这是证券交易委员会的建议，看起来非常明显和必要。很难想象为什么从这个行业1924年开始以来这都没有被强制性实施。想象在任何一个行业里，一家公司的异常一般不是由它自己的顾问来指出的，而是由它最大的服务供应商指出的，而这些供应商正是依赖此生存的。是的，我读过所有反对独立顾问的观点，比如他们中没有足够的律师，他们没有足够的经验，他们不会是最好的，他们是否具有足够的财务动机。不管你信不信，有关我所描述的所有的失败，事实上，这个行业“并没有意识到目前的这些行为会导致的哪些问题”。尽管我不怀疑目前的这个提案还可以存在着改进的空间，这些无足轻重的反对声都应该被忽略，独立顾问的提案应该被予以执行。

▲ 应该选举独立董事作为基金的主席。现在的基金主席，大多数都是基金管理公司的主席。但是很明显的是，基金管理公司是一个商业化的公司，它的主席的主要职责是让公司的业务良好运作，并且为它的股东赚取最大的利润。基金主席的主要职责在某种意义上也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相同的，不过是为了完全不同的对象：基金主席应该让基金良好地运作并且为基金份额持有人赚取最大的利润。这两者之间存在着明显的冲突。基金管理人所收取的费用越多，基金份额持有人所能得到的收益就越少。只有通过分离这两种截然不同的职责，我们才有可能很好地控制基金管理费和基金的盈利水平。毕竟，当基金主席在同基金管理公司的主席商谈费用的时候，他们如果是同一个人，我们很难期待基金份额持有人的利益会被摆在第一位。沃伦·巴菲特很好地说明了这点，"自己同自己协商很少会发生酒吧吧台上的斗殴"。

▲ 必须得到有关业绩的真实情况。需要全面和公正的比较。考虑到风险、竞争对手和合适的市场指数。关注持续阶段的累计收益，并且不要忘记税收的影响。

▲ 应该得到有关成本的真实情况。每个董事对于自己服务的基金，都应该"关注资金"，审阅投资顾问的利润表。基金支付了多少钱？多少钱花在了投资管理上？多少花在了营销上？多少花在了行政管理上？（严格审查在广告上的支出是如何通过12b-1计划直接或是间接有利于基金份额持有人的）每一只基金的基金管理人的税前利润率是多少——扣除营销费用前以及扣除营销费用之后？整个基金集合体的情况又是如何？这些信息都应该很容易得到。事实上，在30年前，惠灵顿管理公司都会定期提供这些信息给基金的董事们。你不可能在不知道钱去哪里的情况下，很明智地分析基金的费用，并且，尽管我现在是在谈成本的问题，但让我重申一下我对证券交易委员会的呼吁，我希望委员会能够制作一份共同基金行业详细综合的经济研究报告，来确认并公开整个行业的数据，1999年由基金份额持有人所支付的650亿美元的费用具体都到哪里去了？检查资金的来源和用途是"关注资金"的唯一方法。

▲ 应该同竞争对手比较基金所支付费用的绝对金额。这个行业在某一点上成就斐然：就是让大众关注的角度都集中在相对费率上而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用的绝对金额。它自我吹嘘共同基金持有者的成本从1980年的2.26%下降到了1.35%。即使所有基金所支付的总费用的绝对金额（不包括销售费用）已经从1980年的8亿美元飙升到1999年的650亿美元，它还是可以如此吹嘘。费用比率的比较本身来说是不错的，但是这还远远不够。基金份额的持有人实际支付的是绝对的金额，而管理人提取的也是绝对的金额。1个百分点的费用率或许看起来很低（事实上在行业里也被广泛地宣传为很低），但是，在250亿美元基金的基础上，它每年为基金管理人所产生的管理费就是2.5亿美元，4年就是10亿美元。你得知道为你买的基金支付的绝对金额和其他基金比较起来究竟如何。

▲ 需要质疑你的费用顾问。很多基金管理人都会找基金顾问来为董事会提供比较数据。但是像管理层的薪酬顾问一样，基金顾问也很清楚他们的工作是什么：为目前的薪酬（费用）水平寻找合适的理由，并为薪酬（费用）的提升提供依据。他们会建议"'上帝'可不允许你们基金的费用率处于最低的那个档次"。但我可以让你相信，当你真的处于最低的那个档次的时候，基金份额持有人是真的受益的。这千真万确。因此要求那些顾问不仅计算费用比率同时也计算费用的绝对金额。尽管你正忙于这些，你还得要求那些顾问提供的数据中包含指数基金的数据，以及那些由不同结构（低成本）的基金组织所运用的基金数据。据我所知，有些顾问完全忽略这些基金是因为他们觉得这些基金完全不同，甚至根本不知道把它们包含进来。是的，指数基金和共同组织的确是不同，但是只有当你看到它们的数据的时候，你才能判断这种不同是好还是坏。

▲ 应该紧紧地盯住组合的换手率。关注一下基金的换手水平，以及伴随而来的经纪人佣金成本和市场影响，实现收益的金额，短期收益的程度，基金份额持有人所承担的不必要的联邦、州和当地的税收负担。看看换手率是如何影响业绩表现的：它是否改善了业绩？是否伤害了业绩？在多大程度上？我们只需要一个简单的测试，来看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看一个基金在全年都没有交易的情况下结果如何。我们也需要基金经理们频繁轮换的一个解释，需要知道当新的基金经理上任时投资组合变化的程度和成本。

▲ 别太依赖于激励费用。我们所有的基金官员、董事、管理人和基金份额持有人都期待着，或是说至少都希望各自的杰出的表现。这是一个众所期待的完美结果，但是从历史上，这几乎从未发生过。不要为了预期或是希望付钱，而为所达到的成就付钱，我们可以很简单地设置一个标准，奖励那些表现超过设定基准的人，而惩罚那些没有完成基准的人。尽管这个系统的公正性看起来是不言而喻的，激励费用已经几乎可以从共同基金的舞台上消失了。

▲ 关注赎回费用。减少共同基金作为短期利益的投机工具使用，让他们回归于作为长期累积的传统投资工具的最简单公平的方法之一，就是推行合理的赎回费用。如今，股票型基金的赎回率已经处于令人震惊的每年50%。然而，对于这个行业的第一批税收管理的基金来说，正是因为这些基金的赎回费率在第一年设为2%，之后的4年时间赎回费率设为1%，如今已是第六个年头，基金的每年赎回率仅仅只有5%。在这里赎回减少了整整90%，从中我们一定可以吸取一些教训（可惜，即使这有效地阻止了短期投资者，但是赎回费用也阻碍了市场营销。这样做的话，你为基金份额持有人的利益而牺牲了基金管理人）。

▲ 需要像评价自己的资金一样来评价自己的服务的基金。作为一个基金董事，你应该具有这种态度。我自己的资金是否也会按照这种方式来运作？我的表现令人满意吗？我在税收上合理有效吗？我的组合管理的持续性怎么样？我愿意为这种服务支付多少钱？当业绩落后的时候，我是否应该多耐心等待呢？我该什么时候去终止我自己的受托关系而去找别人帮我打理？总的来说，你就应该像一个大的基金份额持有人，并且假设这些资产对你来说非常重要。然而，最好是真正地购买一些你服务的基金的份额。在你所服务的基金中投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入你自己的绝大部分资产，是你能证明自己的承诺和独立性的最有意义的一步。

这里几乎没有什么激进的步骤，大多数都不需要新的法律或法规。投资公司机构或是新的共同基金董事教育顾问，抑或是证券教育委员会、委员会的一个高级官员对这些原则的声明都将会开始这场持续不断的运动，它将不会停止。现在我们是时候开始这场运动了。

黄金准则

市场上拥有8 000万共同基金份额持有人。他们需要独立董事们的承诺和支持，来让那些有关共同基金的5个古老的神话传说变成现实。让共同基金变成真正的长期投资，让基金管理人变成真正的长期投资者，让基金份额持有人用整个投资生涯去持有基金份额，让基金在一个合理的更低的费用水平上，在一个更高的税收效率水平上去运用，让基金可以为投资者提供一个达到甚至是超越他们预期的投资回报。

因此，在历史自我重复之前，史东法官的话描述了这个时代的发展和其缘由，描述了围绕着共同基金管理的种种神话，让我们把已经在很多方面很好地服务于这个行业的《1940年投资公司法案》的序言作为我们哲学之锚吧。记住《1940年投资公司法案》的黄金准则，“把基金份额持有人的利益摆在最先”。如果基金董事认真接受我今天所说的十条戒律的话，并且把基金管理人引导向“诚实、效率和经济”（我在半个世纪前的毕业论文中就是用的这三个词）地服务于投资者明智的“利己主义”之上，我们就可以避免繁重而又容易引起争议的监管和立法，以及诉讼行为，同时我们也在寻根的路上迈出了坚实的一步。这些都只是常识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第10章

“商业荣誉的高标准……公平公正的交易原则……与投资者的公平交易”㊀

在20世纪60年代和20世纪70年代整整20年中，我都作为一名会员积极地参与了国家证券交易商联合会的监管工作，之后更是出任了投资公司委员会的主席以及长期计划委员会的委员。尽管我没有太多和纽约证券交易所的监管者打交道的经验，但我还是相信这两个执行组织的合并将会在很大意义上促进对投资者的保护。

在20世纪70年代中期，对证券行业的长期计划并不是一个很艰难的挑战。在1974年，漫长的（高额的）固定手续费的年代结束，取而代之的是今天（微小的）协议手续费的系统。金融高科技被引入，很明显缓慢的老式的订单（以及它极其缓慢的转变速度）被全新的以毫秒速度计算的订单所取代，并且证券监管也开始转变，立法也跟着成长和发展起来。我当时曾经这样描述过：“竞争、沟通和法庭重新塑造了证券行业。”我们可以通过一些方式来简单地预测这些变化（我曾经阅读过我们委员

㊀ 本文改编自2007年10月15日，在纽约证券交易所执行部门和国家证券交易商联合会合并之后，金融业监管机构（FINRA）所召开的首次执行会议上发表的一篇演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会会议古老的会议纪要），而通过另外一些方式则完全不能预测这些变化。然而，证券行业存活了下来，并茁壮地成长与繁荣起来直至今日。

回想当年，我曾经和一个由金融界领袖和监管者所组成的优秀诚实的团队一起，为了公众的利益努力解决这个行业的重大问题，为此我感到十分骄傲。尽管我已经很长时间没有参与国家证券交易商联合会的工作了，但是对于我来说，那些基本的使命仍然没有改变。正如玛丽·夏皮罗（Mary Schapiro）最近所指出的那样，"对投资者的保护和市场的诚实一直以来都是金融业监管机构最重要的目标"。因此我很高兴重新回到这里，尽管我注意到在你们50个专题讨论会中，没有一个是讨论共同基金的。我希望，这之后的一些反思和政策建议会填补这个空白。

在共同基金行业，我会关注对投资者的保护，集中讨论我们可以做些什么来使得我们的投资者可以得到公平的对待，或是如我在57年前普林斯顿大学的毕业论文中所描述的那样，"共同基金必须以一种最有效、经济和诚实的方式去运作"。也正是那篇论文为我在这个行业获得我人生的第一份工作打开了一扇门，从那时起我一直都服务于同一家公司，尽管它已经发生了巨大的变化，⊖但这对该行业在1951年时如何运作来说，是一个很好的刻画。但是，我很遗憾地告诉你，今天的共同基金行业已经彻底地抛弃了那些原则——虽然有很少一部分公司例外，但其数量远远不够。一直以来我都很严厉地批评着今天的基金行业，但我不得不承认我的同行中并没有多少接受我的观点。事实上，有一个资深的行业领导人曾经这样评论道："博格先生对于道德操守的观点或许有点非主流了。"当然，他说的很正确。

商业荣誉、公正原则和公平交易

为了给我今天的评论搭建一个舞台，我选择了国家证券交易商联合

⊖ 我在1951年加入了惠灵顿管理公司，在1965年担任CEO的职位，并在1974年1月被解雇。之后我在1974年创立了先锋，公司当时承担起运营惠灵顿基金的职责。在2000年，我成立了博格金融市场研究中心，这个中心现在仍旧是先锋的一个部门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会公平操作准则中三条核心的标准来作为我的题目，“任何成员，在商务活动中，必须遵守严格的商业荣誉以及公平公正的交易原则”，并且必须“与投资者公平地交易”。考虑到这些准则，让我来讨论一下它们是如何同共同基金行业联系起来的，这个行业在很多重大的方面都改变了。

▲ 新的使命。我们已经把我们的核心使命从保管人身份转变为销售人员身份，我们的核心价值观也从管理资产转变为聚集资产。我们变得更像一个营销行业而不是管理行业，热衷于从事“产品繁殖”的工作，而这严重伤害了我们的投资者。我们的行业曾经是“销售我们所创造的”，而如今我们的口号却是“只要我们能把它销售出去，我们就把它创造出来”。例如，就在最近的这次大牛市的顶点，我们创造了494个新的“激进增长”基金，主要投资于科技和通信板块。当然，对于我们的投资者来说，结果是灾难性的。

▲ 我们那些曾经广泛分散化的基金，现在变得高度集中化。在1951年，几乎80%的股票型基金（75只中的60只）都广泛地分散投资于投资级别的“蓝筹”股票中，很好地追踪了整个市场的运动。而基金的收益落后于市场整体收益的部分也仅仅是来自于当时适度的运营成本。然而今天，我们总共512只“大盘股混合基金”占据市场上所有股票型基金的11%。这些“市场贝塔”基金如今已经淹没在4 200多只专门化基金的海洋之中。有3 100只美国股票型基金用另外的方式进行分散化，400只基金只是狭隘地把资金投入某个市场板块之中；另外还有700只基金投资于国际股票，有些比较广泛地分散投资，有些则投资于某特定的国家。我敢说，现在选择基金本身的挑战已经不亚于选择单一股票的挑战了。我可不觉得这种转变是一种进步。

▲ 长期投资的智慧已经让位于短线投机的愚蠢。在1951年，共同基金持有投资组合的平均年限在6年左右——这是真正的投资。而今天，股票型基金持有一只股票的年限基金只有1年——这已经是典型的投机了。我同样也不觉得这种转变是一种进步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▲ 我们一直试图阻碍长期投资者。因为不同的基金风格不可避免地造成短期收益的巨大差异，所以投资者不得不尝试追踪过去的业绩。而在1951年，大多数基金投资者是挑选基金然后持有它们——平均大约16年。今天，投资者交易着他们的基金，现在持有期限仅仅只有4年——这对于我们的客户来说只能加重他们的不幸。

▲ 基金管理人的道德观改变了。这个行业曾经由小规模的私有化公司所支配，由专业化的投资者所运作，而今天这个行业却被巨型的共同持有的公司所支配，主要由缺乏投资经验的商人来运作。今天最大的50家基金管理人中有41家是被公众所持有的，其中有35家是被巨型的美国或是国际金融集团所控股。不用说，这些公司都急切地关注它们在基金管理公司上投资的最大回报，而不是那些基金份额投资者的利益——这对我们的客户来说又是一个负面影响因素。

所有这些与传统受托人角色的背离都深深地伤害了基金投资者。想想吧，考虑到所有的因素，金融服务行业的商人们的动机，已经不仅是在一定程度上，更是在实质上，偏离了作为受托人的动机了。这些商人们必须一直依靠聚集资产来发展，他们必须要销售些什么。而受托人是需要有着严格的职业操守、把客户的利益摆在第一位的。

聚集资产的动机是我们今天产品繁殖的主要动力。我们必须有一个好卖的产品，但是它自身又总是有着负面的因素。我们默许（事实上，是鼓励）我们成功的基金不断壮大自己的规模以至于不能保持投资的灵活性。而这种灵活性可以产生吸引人的投资收益，也就意味着是把投资者摆在第一位的。营销活动一直在继续着。

羊群效应是我描述的这种改变的另一个重要原因。我记得曾经这个行业中“总有一些事情，人们不会去轻易尝试”。然而，今天我所看到的是，“只要别人都在做，我也就可以做”。（我承认并不仅仅是共同基金行业的价值观在降低。）

终于，贪婪抬起了它丑陋的头颅。当然，我们从不认为自己是贪婪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的（或许没有人这么认为）。然而，这个巨大的行业所带来的巨大的管理薪酬很容易使我们放弃那些最基本的动机。引用厄普顿·辛克莱的话，"很神奇的是，对于一个人来说要理解不劳而获实在是很困难的"。这个行业的领袖们缺乏自我内省，已经成为另外一个负面的驱动力（讽刺的是，我们的基金份额持有人并不知道实际支付给基金高管多少薪酬，我们公众持有的美国公司是可以豁免披露这些信息的）。

我曾经被问及这样一个很基础的问题："我们的基金管理人与之前相比，更不道德了吗？"当时我不得不回答说："我怀疑这种说法。"尽管的确存在一小部分的特例（圆滑虽然从来不是我的强项，但是我还是不点他们的名字了），我所认识的这个行业中的领袖都是有着高贵品格、诚实和极大智慧的先生和女士。但是，他们也不得不作为这个正在腐蚀的系统的一部分，在这个全新的"底线社会"中运作着公司。这个底线社会崇尚着那些可以被金钱所轻易衡量的底线，而不是那些不易被衡量的品质，比如个性、诚实和信任。

那么，怎样去解释这个行业中如此多历史最悠久、最庞大以及曾经最受人尊重的管理公司（它们现在管理着2万亿美元的基金资产，相当于30%的基金总资产）有非法揣测最佳时机的计划呢？或是如何去解释大量顶尖的经纪公司参与到"断点"舞弊之中，巨大的销售费用被强加给了投资者呢？抑或是，如何解释我们行业最大的蓝筹公司（我们行业前三大公司之一）违反了国家证券交易商联合会规则把经纪佣金作为交换品来提供给那些销售基金份额的经纪人呢？还有，根据国家证券交易商联合会的决定，这家公司的高管在证人席上说谎（准确地说应该是不坦诚）。尽管审查人员建议处以1亿美元的罚款，但是最后金额还是被削减到500万美元，因为这种不法行为在这个行业实在是太普遍了（也就是，"其他人都在做，因此我也可以做"）。

所有这些不光彩的事件放在一起，构成了这个行业历史上令人遗憾的一页。然而，我知道要通过监管或是立法使得我们的行业回归传统价值并不是一件容易的事。事实上，竞争正在逼着我们朝着另一个方向前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进。只要我们的行业参与者（我们的基金管理人、市场营销者、经纪公司的账户主管以及我们的财务顾问）拥有比客户更多的信息（经济学家称之为信息不对称），那么不知情的公众投资者就不会被充分告知这些信息。在监管上呼吁更多全面的披露，对于保护投资者使他们获得更多的信息是一个巨大的帮助。

因此我将会主要关注三个领域。通过有深度和详细的工作，我希望不仅仅能够表达清楚问题的本质，更表达清楚这个行业环境逐渐恶化的过程以及这些问题所产生的历史环境。我想你会为你将看到的东西感到惊奇。这三个领域就是：

▲ 投资收益的重要性。

▲ 基金收益vs基金份额持有人收益。

▲ 衡量基金份额持有人的满意度。

投资收益的重要性

共同基金行业最难解释的一个疑点就是它并不愿意在决定股票收益的时候过多地注意投资收益的重要性。理论告诉我们，并且历史经验也确认了这一点，即股利收益率在决定股票市场收益中起着至关重要的作用，几乎等于一半的长期收益率。在过去一个世纪中，股票所带来的9.6%的名义收益率中，有9.5%的收益率是由投资收益所贡献的，其中股利收益率4.5%和利润增长率5%（剩下的0.1%来自于市盈率80%的增长，从世纪之初的10倍增长到了之后的18倍，并按照时间来摊销。我把市盈率的变化描述为投机收益）。

如果我们考虑通货膨胀的影响的话，股利收益的重要性将更加明显。在过去的一个世纪中，平均的通货膨胀率是每年3.3%。每年5%的利润增长率减去通胀的影响之后，只剩下1.7%。⊖因此通胀调整后的股票收

⊖ 有分析师甚至认为真实收益率要更低，大约1%每年。威廉·伯恩斯坦和罗伯特·阿诺特．“盈利增长：2个百分点的稀释”，《金融分析师杂志》（2003年9月/10月）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率不是9.6%，而是6.3%。在真实收益率中，股利收益率要占到股票年投资收益率的75%。

股利收益率几乎占了长期名义年收益率的50%，以及真实年收益率的75%，并且这些数据更加低估了股利所起到的累计效用。考虑到这些，在1926年，标准普尔500指数⊖设立之时所投资的10 000美元（见图10-1），把其中所有的股利所得再投资进去，截至2007年9月底，这笔资金将增长到33 100 000美元（10.4%的年复利）。如果股利没有被再投资进去的话，这笔投资的价值将会是1 200 000美元（6.4%的年复利）——差距高达3 200万美元。在过去的81年间，再投资的股利收益占据投资标准普尔500指数总的长期收益的95%左右。

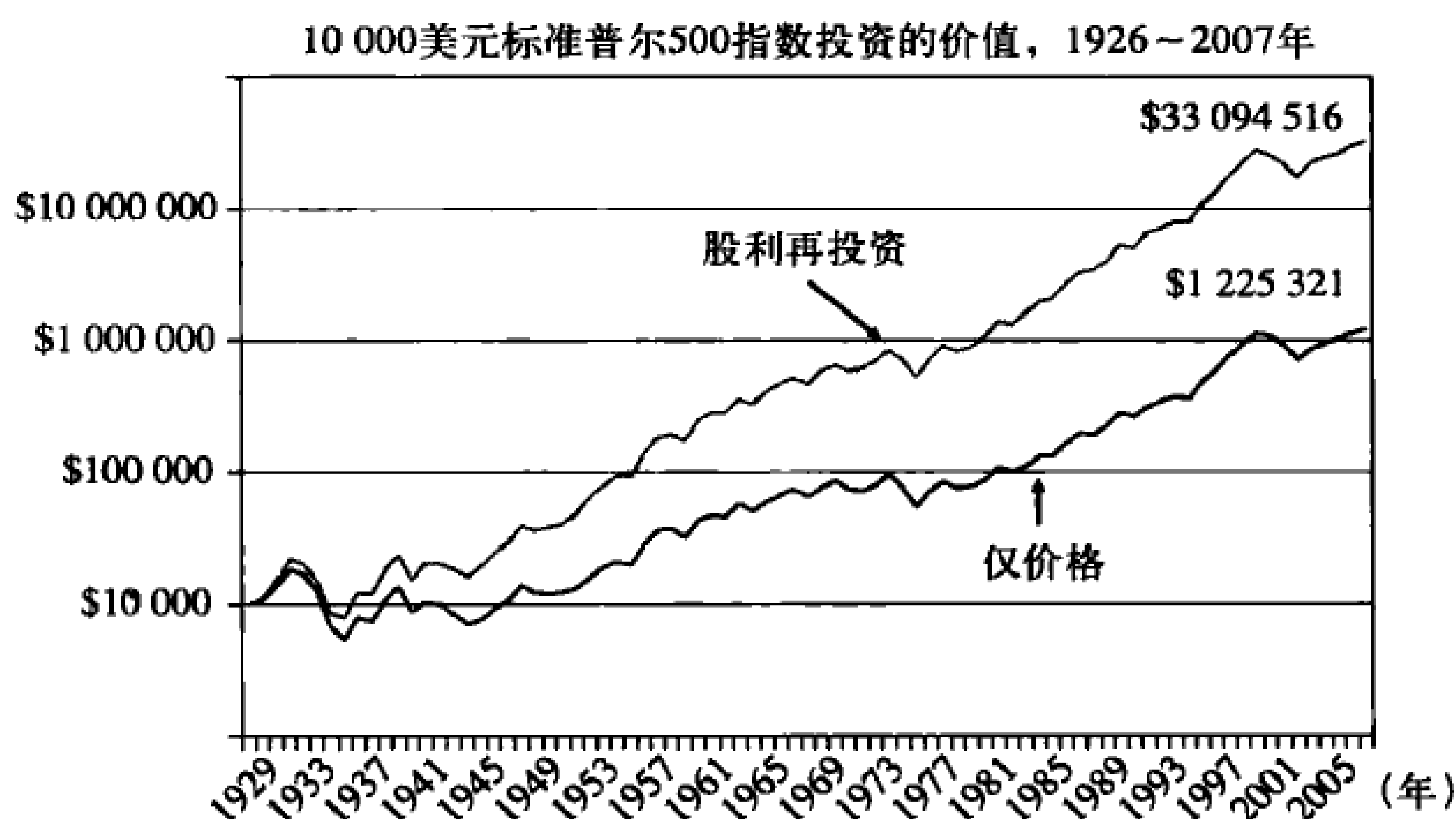


图10-1 股利的表现

这些惊人的数据看起来要求共同基金强调股利收益的重要性。但是在这个“总收益”的年代，股利收益却被忽略了。为什么呢？因为股利收益实际上在股票型基金的收益中扮演着极其渺小的角色。今天，事实上，本土股票型基金所提供的股利收益率平均只有0.4%。那些股利收入究竟去了哪里呢？它被基金费用削减了。基金的毛股利收益率1.8%，减去本土股票型基金平均的费用率1.4%，正好得到0.4%。因此毫不奇

⊖ 标准普尔500指数是1957年成立的。在更早些时期，我将这些收益与标准普尔90股票指数进行联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怪，股票型基金平均股利收益率为1.8%，而又消费了这个收益的80%在费用上。

其实，它本不必如此。1950年，在我准备写毕业论文时，我开始了对这个行业的研究，当时有一种很有趣的现象引起了我的关注。第一只共同基金（成立于1924年的马萨诸塞州投资者信托基金）并不是在它的资产规模的基础上来计算它的费用，而是在投资收益的基础上来计算的。在它设立最开始的25年，马萨诸塞州投资者信托基金都是在投资收益的基础上按照当时标准的5%的费率来向投资者收取信托费用。

在那1/4个世纪之中，马萨诸塞州投资者信托基金都是全国最大的共同基金，它的成长也非常迅速。它投资所获得的股利收益也同样迅速地成长着，并且收入基础之上5%的收费很快也给基金受托人带来了巨大的收益（想象一下吧）。因此他们很快就把年费调整减少到了每年2.9%。[1]股利收益率在当时是相对比较高的（马萨诸塞州投资者信托的股利收益率大约在5.5%），马萨诸塞州投资者信托基金的基金份额持有人实际所收到的净股利收益率为5.3%。（准确来说，按照基金的资产规模来衡量的话，马萨诸塞州投资者信托基金的费用率为0.33%。）

因为一些不为人知的原因，在马萨诸塞州投资者信托基金成立之后，几乎没有其他的共同基金跟随这位前辈的脚步。相反，它们选择了使用净资产金额作为管理费用的基础，而不是投资收益。典型的年费率是资产总额的0.5%，一般来说如果基金资产金额超过1亿美元的话，费率下降到3/8个百分点。[2]这个适度的费用结构，与当时管理着中等适度规模资产的基金行业相配。

以下这个1950年我们微小的共同基金行业的快照（见表10-1），展示了当时管理费和总费用都处于一个合理的低标准，并且可以反映出当时基金管理人的一个认识，那就是随着基金规模的扩大（当时，超过1亿

[1] 他们通过封顶基金份额的数量来完成，有关的费用达到600万美元。

[2] 一个例外是Geoge Putnam基金，以收入的4%和资产的0.4%作为费用，二者共同使资产缩小2 500万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的资产意味着规模的“庞大”)，基金的投资者应该享受到随着规模增长所带来的巨大的规模经济（也就是说，管理2亿美元资产要比管理1亿美元资产的成本要低)。

表10-1 1950年管理费率和数量

	资本（100万美元）	管理费率（%）	其他费用（%）	费用比率（%）	管理费用（1 000美元）
Affiliated基金①	116	0.41	0.31	0.72	476
Dividend Shares①	82	0.50	0.24	0.74	410
富达基金	43	0.50	0.16	0.66	215
Incorporated Investors①	97	0.50	0.05	0.55	485
马萨诸塞州投资者信托基金	362	0.33	0	0.33	1 200
惠灵顿基金①	154	0.40	0.20	0.60	616
均值	142	0.44	0.16	0.60	566

①现在，这些基金分别是Lord Abbett Affiliated、Alliance Bernstein Growth & Income、Putnam Investors和Vanguard Wellington。

但是，从那之后到2006年之间，有趣的事情发生了。那些古老的价值看起来消失了。令人惊奇的是，这个行业的六个先驱都还存活着，只有一个倒闭了。而与基金份额持有人分享规模经济的想法却烟消云散了(截至1969年，甚至是马萨诸塞州投资者信托基金也抛弃了它的股利收益基础上的费率结构，而开始使用普通的资产规模基础的费率结构了。它的费用率随后很快翻了3倍，从0.33%增长到1.09%)。令人惊叹的是，尽管这个行业的总资产规模增长迅速，可是费用的增长更加迅速，导致行业的费用率也随之增长。

对于这六只基金中的五只而言，越来越多宝贵的股利收益所贡献的投资收益被成本所消耗掉（见表10-2)。从1950年收益的10%增长到2006年收益的将近60%，甚至随着资产规模增长了将近60倍，从7.7亿美元增长到了420亿美元，而它们的费用增长得则更快，超过了100倍，从340万美元增长到了3.95亿美元。结果就是，费用率也几乎翻倍，从0.57%增长到了1.0%。这个事实证据彻底违反了基金行业一贯以来的立场，我们在投资公司年度会员大会上反复强调，“共同基金管理人的利益和共同基金份额持有人的利益是一致的”。事实并非如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表10-2 资产和费用的增长，1950～2006年

	资产（100万美元）		费用（100万美元）		费用率（%）		股利收益比率（%）	
	1950	2006	1950	2006	1950	2006	1950	2006
Affiliated基金	116	21 200	0.8	191	0.72	0.90	12	44
Dividend Shares	82	4 600	0.6	61	0.74	1.32	13	63
富达基金	43	7 700	0.3	42	0.66	0.55	10	39
Incorporated Inv.	97	4 100	0.5	48	0.55	1.16	10	82
马萨诸塞州投资者信托基金	362	4 900	1.2	53	0.33	1.09	6	58
平均	140	8 500	0.7	79	0.60	1.00	10	57
惠灵顿基金	154	45 700	0.9	114	0.60	0.25	12	8

然而，有一个案例，也仅此一个，是我十分熟悉的案例。在这个案例中，投资公司机构（ICI）是正确的。这只基金的资产规模也迅速增长，从1.54亿美元增长到460亿美元。但是它的费用从924 000美元仅增长到了1.14亿美元，费用率实际上是下降了60%，从0.60%下降到了0.25%。更重要的是，1951年惠灵顿基金的成本消耗了12.5%的收益，而在2006年，惠灵顿基金的成本仅仅消耗了收益的8.0%。我认为这个成功主要的原因在于：①惠灵顿基金是作为先锋集团的一个分支，而先锋集团是由它的份额持有人所拥有的特有的共同化的基金集团，是按照“成本”基础来运作的；②在20世纪八九十年代，我们与我们的外部顾问就咨询费用激烈地协商过，从而使得我们的股东分享到规模经济（今天，我们支付给惠灵顿管理公司的年咨询费用只有资产规模的0.03个百分点——仅仅3个基点）。

现在有个梦想就是：假设这个行业都跟随马萨诸塞州投资者信托基金早期的做法，把管理费按照投资收益的5%来收取，而不是按照资产规模收取。再假设基金份额持有人不能享受到任何规模经济，并且这5%的费用率不变。在这些假设基础之上，去年股票型基金的费用总计为57亿美元。同实际发生的560亿美元相比，这个巨大的差额可以为基金份额持有人每年提供503亿美元的“股利”。当然，我是可以做梦的。但是，不管如何，现在都是时候要求我们的共同基金向投资者和潜在投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者披露在股利收入中有多少是被成本所消耗的，以及这对基金长期收益的影响。

债券型基金

现在来简要说明一下债券型基金的费用。尽管在债券型基金中，费用所消耗的收入更低，但是它对长期收益的影响确实更加巨大（见表10-3）。平均的债券型基金目前的毛收益率大约是5%，但是扣除平均1%的费用率之后，净收益率平均在4.0%。总而言之，债券型基金费用比率，平均消耗20%的基金利息收入（这里我忽略了销售费用和交易成本的影响）。

表10-3 债券型基金：现有收益和费用 （%）

	毛收益率	费用率	净收益率
中期公司债	5.4	1.1	4.3
中期国债	5.2	1.0	4.2
中期市政债	4.6	1.0	3.6

但是在债券中，收益起到了至关重要的作用。为什么？因为债券型基金的收益率在购买时就已经确立了它将来收益的参数。[⊖]直白点儿说，债券型基金今天的收益率是它今后十年总收益率的一个极好的代表。例如，十年期美国国债的初始利率和它今后十年的收益率有着0.91的相关度（1是完美的相关度）。

这种在债券共同基金中蕴涵的因果关系命题是可以被论证的。表10-4中，我们比较了1996年12月31日不同种类的债券型基金收益率与它们在之后截至2006年12月31日的十年间的收益率。平均来说，十年前5.9%的实际收益率导致了5.2%的总的平均年收益率（这个缺口反映了其他债券成本的出现）。

如果投资者更加意识到这种关系，他们一定会发现最低成本的（也就是通常最高收益的）债券型基金。例如，在表10-5中，展示了今天最低成本的10只中期公司债券基金的收益率费用率平均在20个基点，而最

⊖ 我一直认为这个问题应该被当做学术来研究，但是至今它都很少被拿来讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高成本的10只基金其费用率平均在令人吃惊的190个基点。表10-5同样展示了它们十年前的收益率以及之后十年的收益率。最低成本集团为投资者的收益率增加了整整35%，总的复合收益增加了近50%，而对应的风险没有丝毫的增加。

表10-4 现有收益和未来收益 (%)

	1996年年底收益率	截至2006年10年年收益率
中期		
公司债	6.2	5.2
市政债	4.7	4.3
国债	6.2	4.9
长期		
公司债	6.9	6.1
市政债	5.1	4.4
国债	6.1	6.9

注：收益率和回报率中剔除了销售费用的影响。

表10-5 费用和收益的关系

	中期公司债券基金		
	最低成本10只	最高成本10只	最低成本的优势
初始收益率（%）	6.6	5.9	+11
费用率（%）	0.2	1.9	(89)
10年年均收益率（%）	6.1	4.5	+35
10 000美元的利润（美元）	8 100	5 500	+47

投资者大多都没有意识到债券型基金成本和收益率之间，以及今天的净收益率和明天的总收益率之间的明显的关系。费用是相对收益率的主要决定因素，收益率可以在很大程度上预测将来的收益。但是作为一个整体，债券型基金管理人并不愿意减少他们的费用来增加他们基金份额持有人的收益。既然我不认为监管可以解决这个问题，所以是时候要求债券型基金来向它们的潜在投资者披露这些关系的存在了。正如在股票型基金的成本案例中，不能披露应有的信息也很难被称为“与投资者公平的交易”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金收益vs基金份额持有人收益

我现在来讨论基金份额持有人所真正赚取的利润问题。当我们的行业处于销售我们制造的东西时，持有人所真实赚取的收益和基金自己披露的收益是相当接近的。但是，当行业变成了关注于营销那些可以销售的东西时，这两种收益就开始大幅度偏离了，基金份额持有人的利益受到了极大的伤害。这种偏离开始于20世纪60年代的那个"沸腾"年代，当我们创造了众多高风险的基金，通过快速地交易、投资小规模和通常高风险的公司以及遵从新的"投资概念"来追求高收益。

很多基金都被曝出，在过去通过不可靠的方法去追求收益，包括从公司内部人士手中以高额的折扣购买"存信股票"并按照更好的市价来标价。很多"孵化基金"的投资记录最近被公之于众，其中充满了欺骗。这些基金曾经非常"热门"，资金不断流入，但是之后它们就被冷落了。基金的投资者因为我们的愚蠢付出了巨大的代价。

在最近这些年中，尽管情况有些不同，但结果还是相同的。在20世纪90年代末，基金的投资者再一次因为我们痴迷于科技驱动信息时代的承诺以及大牛市的乐土，而付出了巨大的代价。他们所付出的代价可以用基金投资者购买基金的时点性错误以及选择基金的选择性错误来衡量。

接下来的两个数据反映了这些破坏性的模式。时点性罚金（见图10-2）反映了这样一个事实，即投资人在市场最便宜的时候，如20世纪80年代末和90年代初的时候总是不舍得投入，却又在1998～2000年市场最高点的时候投入了超过5 000亿美元。

选择性罚金（见图10-3）则让这个情况更加糟糕。投资者把5 000亿美元中的大多数投入了那些"新经济"的成长型基金、科技型基金、通信型基金甚至是互联网基金。也正是那些基金让市场疯狂地上涨，以及随后疯狂地下跌，我们迟到的基金投资者为此付出了惨痛的代价。讽刺的是，在泡沫的最高点，投资者们还一直在清仓他们古板老派的价值型基金，而这些基金在之后熊市的下跌中为投资者们提供了很好的保护。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

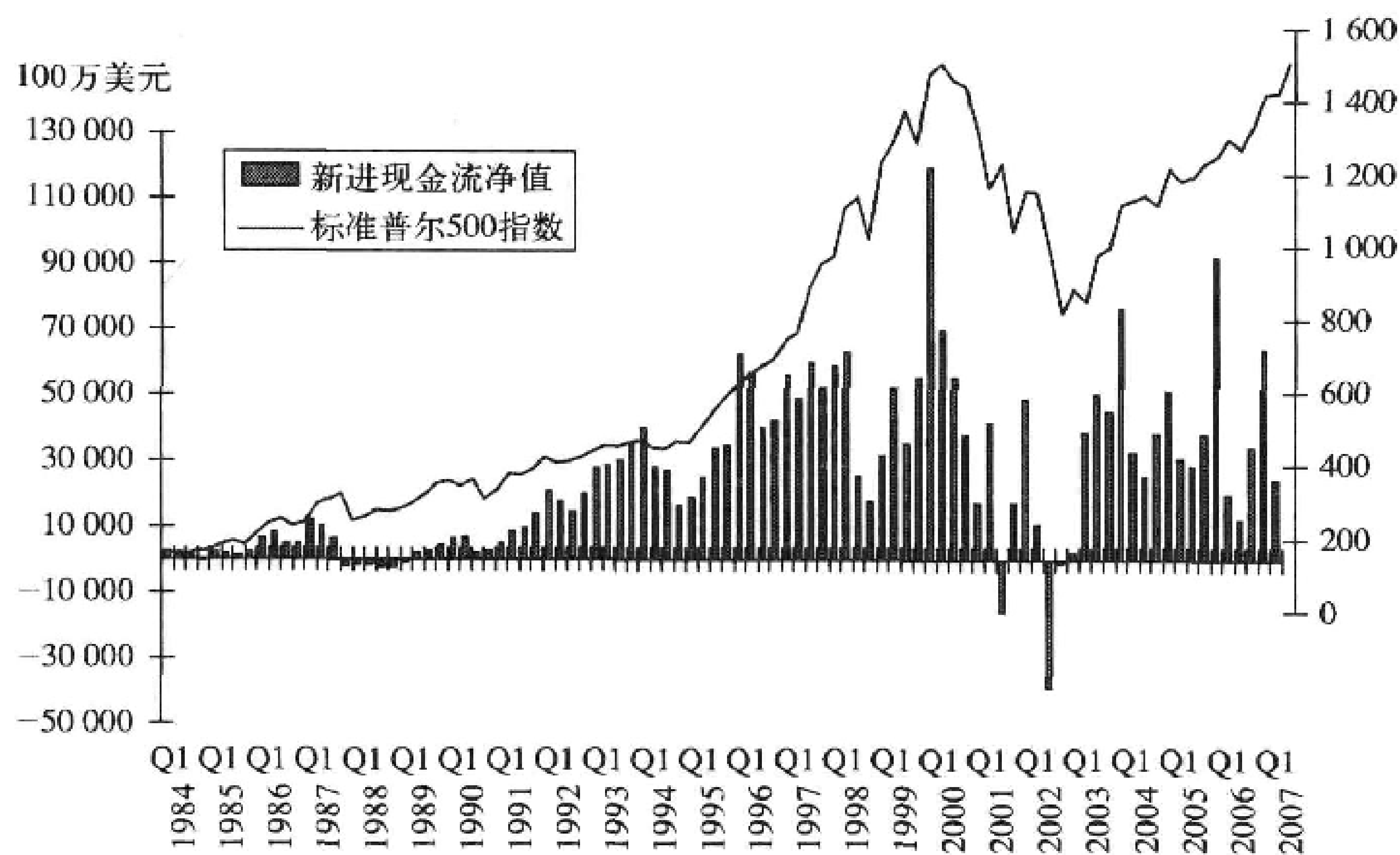


图10-2 时点性罚金：股票型基金现金流跟随股票市场收益

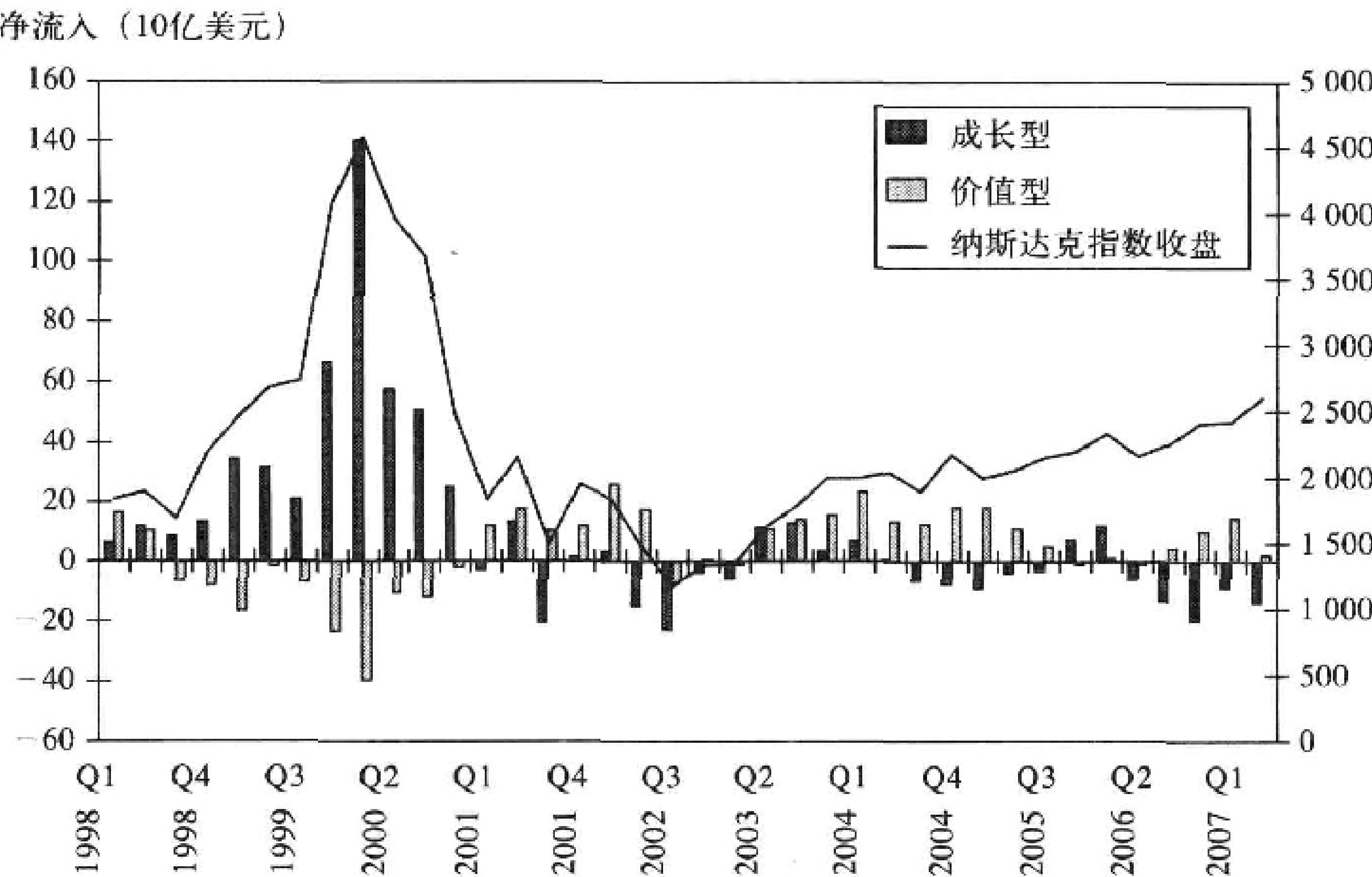


图10-3 选择性罚金：股票基金板块选择跟随板块收益

资料来源：Strategic Insight。

我们现在开始来计算这两种模式给共同基金的投资者所带来的伤害。但是，这些显示了投资者收益的数据不能再被隐藏了。这些数据在11年前我对芝加哥的金融作家们的一次讲座中首次提及后就一直被整个行业所抵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制。我们如今很乐意去拿投资者真实赚取的收益同基金自身赚取的收益（如它在给投资者的报告中所描述的收益）来比较。技术上的差异来源于是时间加权还是金额加权之间的差异，但是这两者之间的差异并不大。

我们先来看看这样一个事实，在1980～2005年这25年中，当标准普尔500指数以每年12.3%的增长率增长的时候，基金的平均年收益率只有10%，要比标准普尔500指数低2.3%。然而，基金投资者的年收益率要远远少于10%。我们不确定具体的数字，但是对过去十年的数据分析表明这个差距是巨大的（见图10-4）。比如，在1996～2000年的五年间（包含了大牛市最后的阶段），现金流入最大的200只基金在1996～2005年这十年的时间中报告的年平均收益率是8.9%。但是，这200只基金金额加权的收益率（份额持有人实际赚取的收益率）仅仅只有2.4%，这是基金自己报告收益率的25%。

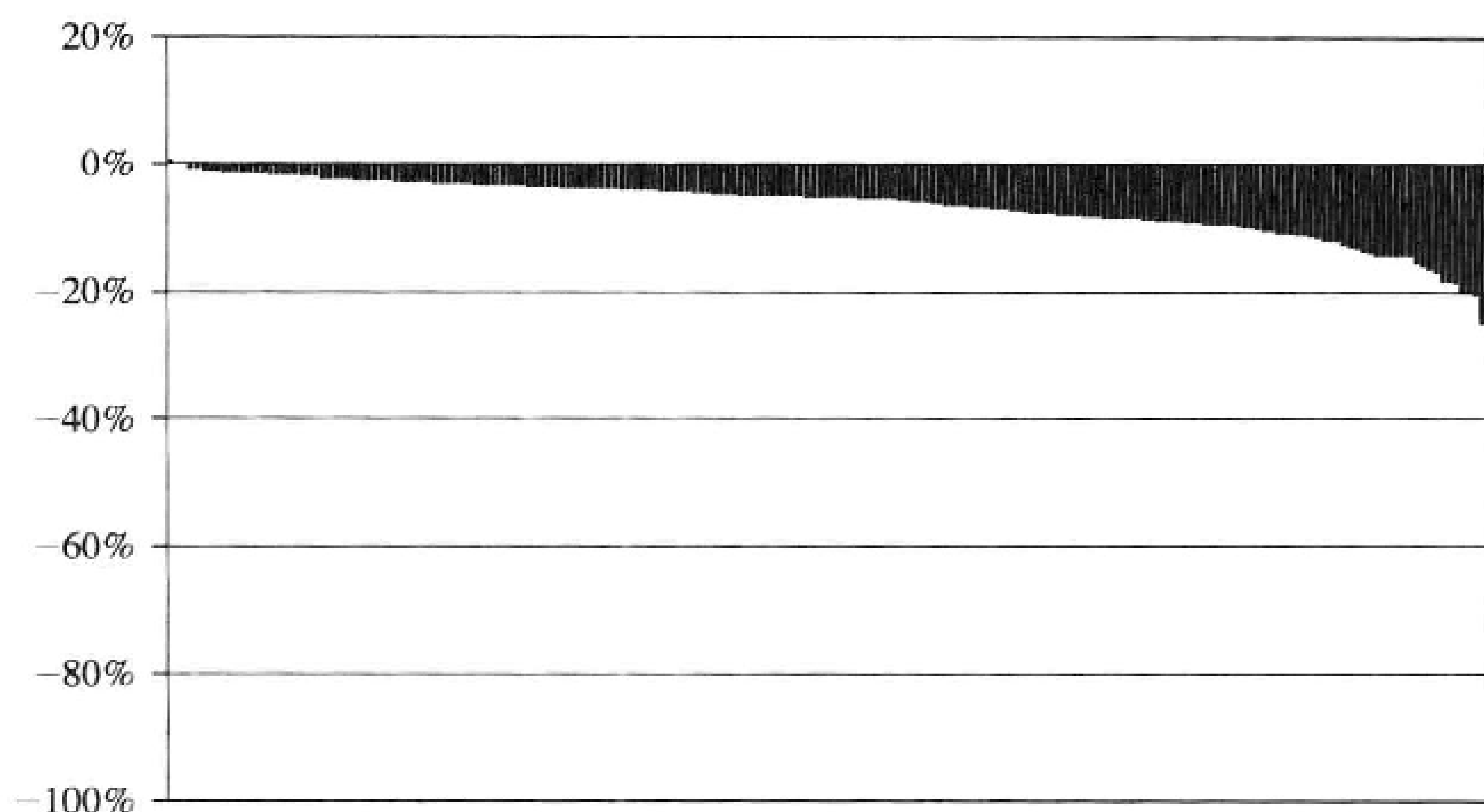


图10-4 时间加权年收益率同金额加权年收益率之间的差距，1996～2005

注：覆盖1996～2005年最大现金流入的200只基金。

这种格局的一贯性是令人吃惊的。在这200只基金中，有198只基金份额持有人实际的收益率比基金自己报告的要低。仅仅只有2只基金，基金份额持有人的实际收益要更高一些。最好的那只基金的份额持有人也仅仅是每年高出基金报告的收益率0.5%（50个基点），而另一只基金每年仅仅只高出5个基点。当我们以复利计算这些差异的时候，结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果令人震惊（见图10-5）。这200只基金中的76只基金的累计差异为-50%～-95%！

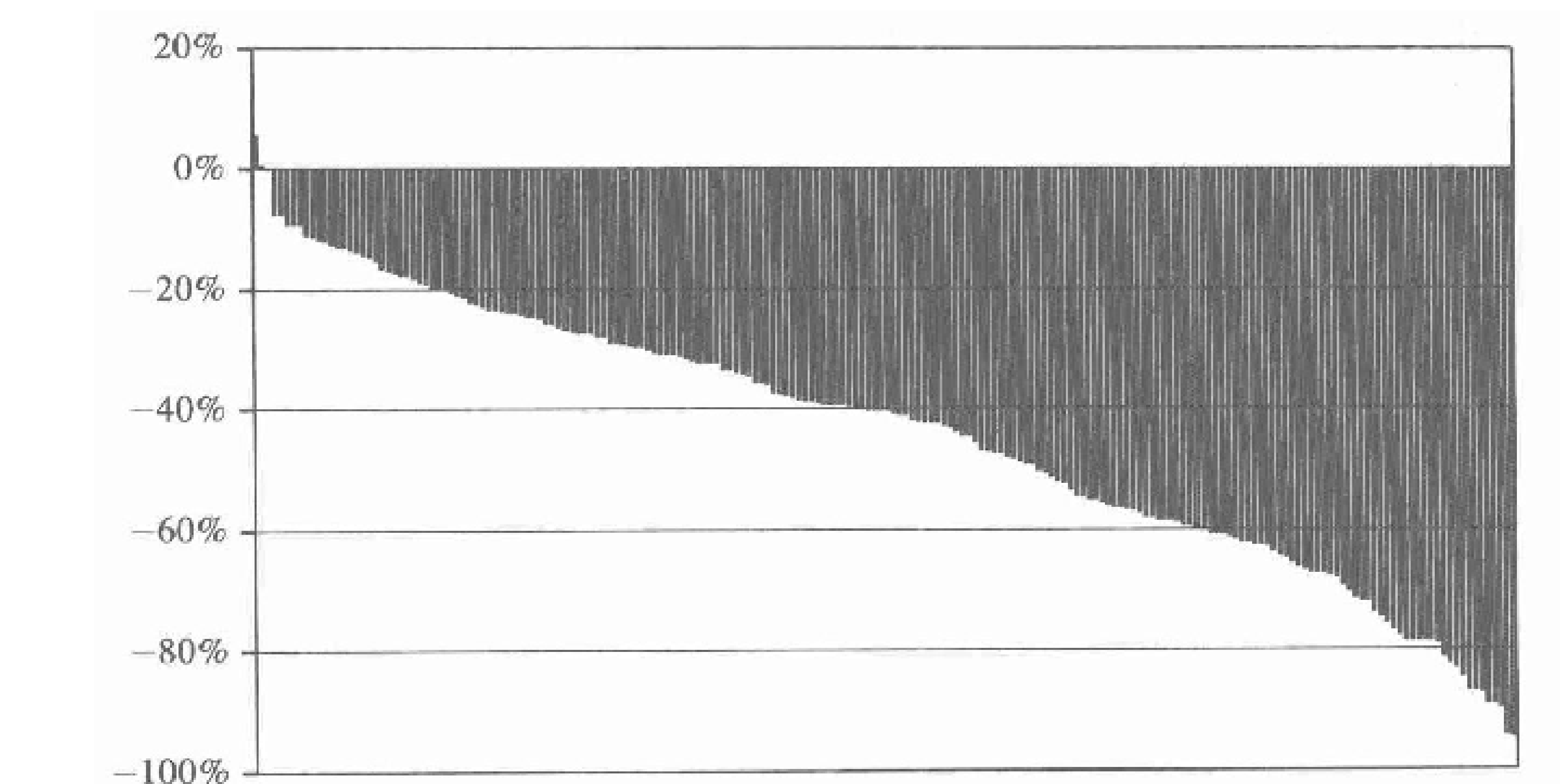


图10-5 时间加权累计收益率同金额加权累计收益率之间的金融差距，1996～2005

注：覆盖1996～2005年最大现金流入的200只基金。

不令人吃惊的是，考虑到今天共同基金业务的营销道德观，那些在大牛市中自己报告收益率最高的基金总是有着基金收益和份额持有人收益之间最大的差异，反之亦然。表10-6显示了不同的四等份基金的报告收益和真实的份额持有人收益之间的关系。很明显，在牛市中报告收益最好的那组基金，其实它们投资者的真实收益最低。正如同某名人所说的：“最好的（报告收益率）应该就是最差的（份额持有人收益率）。”

表10-6 高的基金收益产生低的份额持有人收益 （%）

	累计收益				金额加权减去时间加权
	时间加权收益			金额加权收益	
	1996～2000年	2001～2005年	1996～2005年	1996～2005年	
Q1	149	-8.5	50.8	0.03	-50.7
Q2	106	-5.8	39.3	0.05	-39.3
Q3	92	2.5	40.3	0.18	-40.1
Q4	70	2.3	31.6	0.13	-31.5
平均	103	-2.4	40.4	0.10	-40.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金行业很自然会辩解，它们对此类表述上的差距不应该承担责任。这些灾难性的结果要怪也应该怪投资大众的愚蠢。然而，行业本身肯定需要为所造成的伤害负责——要我说，应该是最大的那一部分责任。

▲ 正是基金行业创造了那些全新的基金，从而给投资者带来了这些灾难。当市场疯狂猛涨的时候，我们创造出了494只全新的"新经济"基金。几乎没有基金公司有勇气去抵抗市场的疯狂，而不去创造和提供新的基金出来。

▲ 当我们旗下的基金表现"火热"的时候，我们总是很激进地推销它。我们的公共关系部门总是不遗余力地和媒体合作来采访我们的"明星"基金经理，而这些明星中很多人之后不可避免地成为了流星。

▲ 一只基金的业绩越好，我们就会做越多的广告来宣传我们的收益。例如，在2000年3月，市场达到了它的高点，而当月总共有44只股票型基金在《金钱》杂志上做广告宣传收益。广告中平均的年收益率达到了86%。想象一下吧（在接下来的3年中，这些基金的平均跌幅达到了39%）！不令人惊奇的是，在那次下跌之后，2002年10月刊的《金钱》杂志上只有4只基金在做广告了。

我相信基金强制性地并且显著地在基金收益旁披露基金份额持有人收益对投资者来说，将会是一个很好的警示。我猜测，这样的披露也同样会防止基金管理人、经纪商以及财务顾问患上"基金之周"的综合征，提醒他们激进营销的害处，并让他们在创造和推销高风险基金的时候多一些自律。

衡量基金份额持有人的满意度：赎回率

记得在早期为惠灵顿管理公司工作的时候，我被要求准备一个小册子，名字叫做《惠灵顿的故事》，用来说服我们的潜在投资者以及那个年代为我们销售基金份额的股票经纪人，让他们相信惠灵顿基金是一笔非常棒的投资。当然，我涵盖了基金引人注目的成长、传统保守的目标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（它还是一个平衡型基金，投资于股票和债券）、过去的投资业绩以及它的管理深度。

我同样也创造了一个我自称的“份额持有人满意度指数”。这个指数就是简单地用每年基金赎回的金额除以基金总的净资产的比率。惠灵顿基金的赎回率在当时要低于4%（当时行业平均的一半），这也意味着份额持有人的平均持有时间为25年。我们当时相信我们在份额持有人满意度方面是行业的领头羊，同时我们也决定开始宣传这一点。

在当时（见图10-6），行业整体的赎回率还是要远低于今天的水平的。我们可以发现，在20世纪五六十年代，这个比率一直维持在7%～8%的水平，而到了20世纪80年代，这个比率开始上升到20%。在1987年大牛市的时候，这个比率猛升到62%，但是之后截至2004年都是在30%～40%的区间内震荡。这也意味着基金份额持有人的平均持有时间只有短短的2.5～3年。

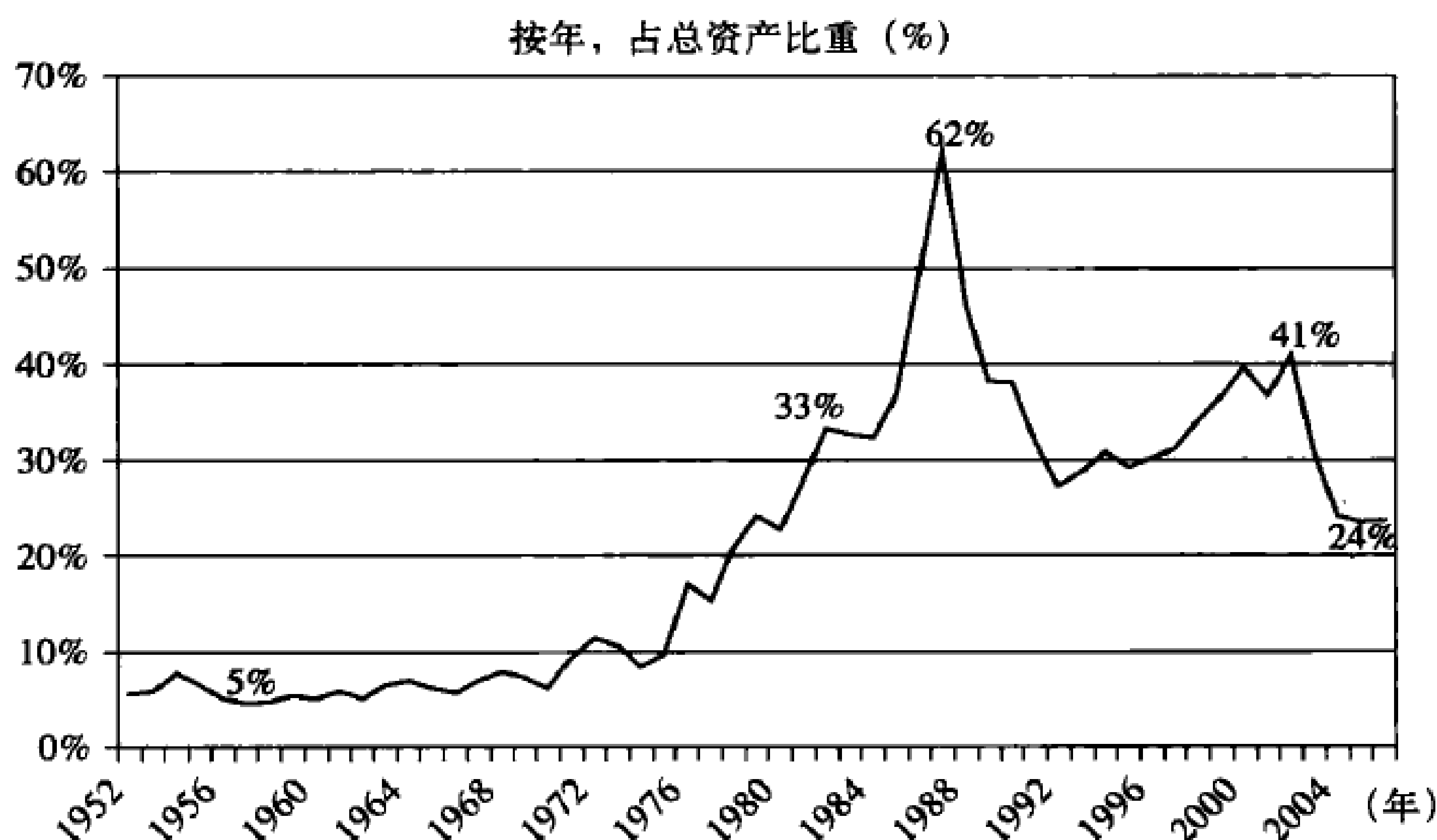


图10-6 高基金效益产生低股东回报

但是，事实上猛升的赎回率很大程度上并不意味着急速下降的持有人满意，而更多地意味着欺诈长期的共同基金持有人。赎回率的增长很大程度上反映了主要由大的投资者和对冲基金在“选时交易”计划中更多地使用了共同基金的份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着时间的推移，越来越多的投资者意识到在当地股票市场收市之后还是很容易购买（或赎回）基金的份额。基金是按照当地市场的收盘价来定价它拥有的外国股票的，这个时间要远远早于纽约证券交易所东部时间下午4点的收盘时间。于是，机会也就产生了，这正如之后安东尼·斯皮策所宣称的那样，"在赛马比赛结束之后再下注"。这种下注策略很广泛地得到应用。证券交易委员会之后调查出大约有400家对冲基金把它们的策略称为"共同基金选时交易"。

国际基金当然就成了这所谓的"时区交易"的牺牲品。正如图10-7中所显示的那样，问题最早可以起源到20世纪90年代，那时候国际基金的赎回率就远远高于行业的30%～40%。然而截至1998年，随着越来越多的投资者意识到这种无风险套利的机会，国际基金的赎回率开始稳步上升，在1997年12月突破了60%，1998年9月突破了70%，在2000年3月达到100%（一年的持有期），2000年7月达到110%，并在2001年10月达到顶峰128%，之后又在2002年10月再次回到顶峰。



图10-7 基金赎回率总资产比率

最后，期皮策在2003年秋天披露这类交易之后，时区交易的行为开始减少，直至2004年1月赎回率跌至30%以下。之后到2007年7月，赎回率一直维持在25%左右（其中有几次向上大幅的波动），4年的持有期虽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然对我来说还是有些短，但这已经意味着时区交易开始在很大程度上削减了。

事实上，这些显示了惊人的赎回率的数据并没有被隐藏起来。国际基金这212个月里的赎回数量都由行业的交易联合会、投资公司协会逐月公布（见图10-7）。我们剩下要做的，就是把这个数字同基金的资产做比较，然后得出赎回率。难道这个行业和它的领导人都没有意识到正在发生的一切吗？他们完全是由于不可原谅的无知，出于国际基金建立资产的利益考虑，就对此睁一只眼闭一只眼，从而伤害了基金长期份额持有人的利益。

但是如果是无知的话，我们也不应该看到在《金融分析师》杂志2003年7月/8月刊上的那篇文章了。那篇文章由纽约大学四名教授所写，名为《陈旧的价格和交易共同基金的策略》。文章中指出了对于投资者来说，开发一个盈利策略是如何的简单和获利不菲。文章总结道：“共同基金是否应该去阻止这种策略的产生？因为这种盈利是由牺牲其他（长期）持有人的利益而换来的，而基金对此负有受托人义务而应该实施保护措施……为什么（他们没有这么做呢）？……因为短线的交易会增加基金管理的资产，同时增加基金的管理报酬……管理层意识到（阻碍这种策略）会使得基金在竞争中处于不利的地位。”简单来说，采取行动限制交易会伤害基金的营销。

基金行业选择了忽略这个问题，而不是警惕这个问题。更加糟糕的是，对那篇文章仅有的公开回复居然是来自于行业里面的一位高级别的管理人员，他公开谴责杂志发表了该文章：“你们发表的文章显示了你们杂志在筛选文章时候的政策、洞察和判断都存在严重的问题。发表这样一篇文章是在最好的时代中的一个糟糕的主意。在这样一个我们的投资者信心被公司的贪婪和舞弊、假账和熊市所动摇的时期，这实在令人讨厌。”这个回复就是经典的“向信使射击”的反应（也正是那个时候，他的公司最终增加了国际基金的赎回费用，从而限制了交易的发生）。

然而，并不仅仅是国际基金的管理者被卷入了这次丑闻。其中一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例子就是：在2002年年报中，一家资产规模达到5.3亿美元的成长型基金，按照要求，报告了它当年的销售额和赎回额，基金全年的销售额为3 509 527 000美元；而赎回额为3 604 272 000美元。赎回率（没有被公布但是我们可以计算出来）为679.2%。平均的持有期限为7周。有没有可能选时交易还在继续呢？请你来告诉我。也请你告诉我，那些基金董事都跑去哪里了？请告诉我，证券交易委员会的检察员都去哪里了？请告诉我，媒体都跑到哪里去了？

有一个令人难过的故事：在2006年的春天，我在纽约大学的俱乐部联合会上演说，之后开始为我名为《为资本主义灵魂而战》的新书签名。有一个找我签名的人要求我在书的背面签给他。当他告诉我他的名字时，我很快就认出了他就是我之前提到的那位基金负责人。他告诉我他之前因为允许速射交易发生并且试图隐藏证据而入狱，最近刚刚获释。他说他知道那是错的，但是公司一直都这么干，他感觉自己是情非得已，因为“其他人都在这么干”。这是一个多么生动的例子啊。

尽管大多数选时交易和时区交易看起来已经通过法律手段被消除，有的甚至是通过公平适度的财务罚金（并至少有一人入狱），但我还是认为所有的基金都应该显著地披露每年的赎回金额（他们今天必须这么做）以及赎回率。投资者必须被告知如此高的赎回率，这在某种程度上反映了份额持有人的不满意度和过度的选时交易。投资者也同样应该被较低的赎回率所鼓舞，因为这代表着份额持有人较高的满意度和对现有的基金所有人的长期关注。当年我在《惠灵顿的故事》中列出惠灵顿基金适度的赎回率时，那就是我想要成就的事情。

我们应该做些什么呢

如果没有完全的披露的要求，很难想象经纪人和顾问们可以按照监管原则要求的那样符合高标准的商业荣誉、交易平等原则以及同客户的公平交易原则。我之前已经详细地描述过其中三种信息的披露应该是强制性的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▲ 投资收益中被费用所消耗的金额。

▲ 基金份额持有人所实际获得的收益。

▲ 基金份额持有人的年赎回率。

但是，这仅仅是一个开始而已。我认为基金公司同样必须披露以下信息：

▲ 历史收益率，不仅仅是名义收益率，还要披露按照通货膨胀率调整过的真实收益率。总之，那些为退休而存款的投资者们应该有权了解基金所展示的复合收益并不是它们看起来那样的（准确点儿说，9%的名义收益率使得资本在25年中的回报为762%，然而6%的真实收益率下资本的回报只有329%——仅仅是假定的资本回报的40%）。

▲ 每个基金份额持有人每年实际支付的费用金额。这个要求其实并不复杂也不需要很精确。只需要把基金当年的费用率乘以基金份额持有人年底的投资金额就能得出。我相信，他们实际支付的金额，对于投资者来说要比单个比率意味着更多。

▲ 基金投资者每年所承担的总成本。不仅仅要披露基金的费用率，也要披露基金组合换手的预估成本以及每年初始销售费用的影响。尽管这个行业给人的印象是基金的费用比率代表了投资基金所有的成本，但其实这和事实出入很大。事实上，有一种“三条腿的板凳”使得基金的收益下滑。股票型基金的年平均费用率在1.4%，而组合换手的平均（隐藏）成本在0.5%～1.0%，同时随着基金销售的增加，一般5%的销售成本平均摊销下来每年也超过1%（平均持有年限为4.5年）。因此总的平均成本可能达到每年3%甚至更多。这些成本很明显地削减了基金投资者的收益，从长期来看影响更为巨大。

▲ 我还想看到有关广告宣传的改革。既然只有表现优秀的基金才可以用广告来宣传自己（直到业绩变糟），那么，我认为用广告宣传基金的业绩是天生存在误导性的。这是应该被禁止的。

▲ 我们应该禁止公布那些孵化基金的业绩以及那些假设过去业绩的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金业绩。整版的广告都充斥着历史检测、零成本以及跟踪今天的"基础指数化"潮流所虚构出来的完全理论化的收益。这看起来整版的荣耀，实际上非常不合适、不恰当以及有误导作用。

"政策声明"

我的改革方案设计是让基金投资者都能获得他们应该获得的简单易懂的信息，而摆脱那些有误导性欺骗性的信息。时间不允许我对我那个唠叨的改革方案详细地展开叙述。因此，我总结出一个有建设性的想法：建议金融业监管机构对于基金发起人、股票经纪人和财务顾问所发表的销售方面的文字采纳一个全新的"政策申明"。

今天这个行业中几乎没有人记得（尽管我还记得），1950～1969年，共同基金一直都是按照相当严格的广告和销售文字的标准去运作的。这个标准被称为"政策声明"，由交易联合会负责管理。在政策申明之下，把股利并入投资收益中的或是从其他来源分配的；在显示初始投资的业绩的图表中包含股利的再投资收入的；在图表或是表格中没有充分和准确披露重要事实的；夸张描述管理层能力的；把基金的记录同其他基金或是指数做比较，而没有指出在两个比较主体之间的重大差异或是类似的，这些都会被视为"重大误导"。

然而，政策申明被证明为过度限制性和禁止性，例如，禁止基金公开总的全年收益（讽刺的是，总的全年收益变成今天这个行业通用的标尺）。政策申明还要求，那些妨碍清晰表达包含股利再投资的收益的细节信息。虽然如此，如果没有这些繁重的监管，我们想要保护投资者的话，就必须在完全披露的环境下教育投资者。究竟如何才能做到这些呢？我不知道，因为这包括了份额持有人报告、销售文字和招股说明书，每一项都需要在不同的监管框架下操作。但是，只要还存在着希望，我就相信一定会有办法做到的。

然而，可别指望来自共同基金行业本身或是经纪行业的支持，或是来自大多数财务顾问的支持。如果有一些关于这些强有力的评论出现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

媒体上时，我可以想象投资公司机构会这么说："更多的披露？那会使得投资者更加困惑。他们已经有够多的信息了。"这样说自然有一些道理。大多数投资者不知道，或是从来不去使用，甚至是不太理解他们现在所拥有的大量信息。但披露我今天所提出的那些重要的数据，甚至是在每个公司的主页上，对于基金公司来说并不会花费什么成本。然而只要有一个投资者获益，当然我相信最终会有上百万的投资者获益，那么这件事的成本收益率就将是无穷大的。

回首与展望

另外，正如我在开始所说的那样，过去的半个世纪中，行业里面每个人心中那个概念［在低成本下把投资广泛分散于投资级别的股票（或债券）之上，长期投资而不是短线投机，为那些买入并长期持有的基金投资者而设计］已经变成了在某种程度投机中的一个复杂、昂贵和令人困惑的实践，而这一切都在侵蚀着那拥有共同基金的1亿美国家庭的财富。

在这半个世纪的时间里，我们（至少我们中的大部分）都尝试过很多聪明的流行的方法去从大众手里聚集更多的资产：期权收益基金、"政府附加"基金、短期全球基金和可调整利率优先股基金，更不用提那些投资在"愚蠢"股票上的基金了。这些基金几乎都来也匆匆、去也匆匆，基金的退出率现在每年高达5%。这还不糟糕吗？只要你能够意识到，在这个比率之下，今天的4 700只股票基金中的一半将会在十年后退出历史的舞台，而被扔进历史的垃圾桶里。

然而，我很遗憾地说，今天共同基金专门化的趋势并没有减缓。在大多数行业之中，创新都是一项质朴的资产，但是在基金行业中，它只对基金管理人来说是一项资产，而对基金投资者来说是一项负债（还记得基金投资者在过去十年中所得到的令人伤心的回报吗）。

当然，有一些创新还是积极的。我想不会有人否认在共同基金公司治理方面伟大的先锋实验；我们首创的第一只指数共同基金，第一系列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的固定到期日债券基金；我们关注于低成本（不仅仅是费用率，而且还力图减少销售费用以及最小化组合换手的成本）这已经为份额持有人创造了巨大的价值。当然，还有目标日退休基金和资产配置基金，在合理使用下，这也为投资者提供了巨大的潜在价值。

然而，另一股创新的浪潮又发生了。我长期以来一直坚持认为，交易所交易基金（ETFs）［一种可以“全天实时交易”（正如广告上所说的）的，主要关注于狭小的甚至是微小市场板块的指数基金］更可能给投资者带来的是害处而不是益处。那些迟钝、简单和古老的指数基金（事实上，一直很好地运作着）正在受到这种声称“更好”的指数基金的挑战，而ETFs事实上是在追求主动的投资策略。

变化的年金同样也是一个问题。原始的TIAA-CREF年金是一个真正伟大的创造，成本低得令人难以置信，同时也理所应当地领导着这个行业直到今天。但是，几乎毫无例外的，它的继承人都累积起高额的成本，这成本是根本难以让人接受的（对于投资者来说，尽管不是对销售人员来说）。提供下跌保护，但是成本高昂的股权挂钩年金只不过是技术上逃避交易联合会监管的另一个方法，它事实上是（免除了）发行产品，而不处于联邦监管的证券主体范畴。《商业周刊》的一篇文章中把它描述为“打扮得像免费午餐，但实际上却是笨蛋的游戏”。我希望证券交易委员会将要求提供投资者保护和必要的披露。

另外，当我看见这些创新的时候，我会说，“小心”。这种创新究竟什么时候会终止，只有“上帝”才知道。但是，我的长期经验告诉我，今天的很多甚至是全部创新，都会以伤害投资者的方式终止。

因为我们都知道复杂性通常都是和更高的（通常是隐藏的）成本相联系的，并且是伴随着更高的（通常不披露的）风险。随着这些“新产品”（我们习惯于这样称呼它们）的繁殖，我所提议的新的政策声明在处理它们的时候应该具有一定的灵活性。再一次声明，不是通过监管它们（尽管我不是特别确定这不是一个好主意），而是通过要求它们全面和公正地披露所有相关的信息，在每一页之上都写上“购者慎重”的文字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有这些都需要我们的监管者敏感和客观地处理，我希望是依赖于“原则基础”的监管概念。考虑到随之而来的不可见的属性，这种对主观判断的依赖会和我们要求全面公正披露的流程本身一样重要。因此，对于在金融业监管机构的你们，使用我常常推荐给我在先锋集团的同事的原则，我会说：“让我们携手使得金融业监管机构成为这样一个地方，这里主观判断最少可以有机会胜过刻板的流程。”

在结束的时候，我想再一次表达我对基金行业监管者和执行官员的敬佩。你们正在从事着重要的工作，我再一次真心地支持你们保护投资者的使命，而这依赖于我今天所强调的对投资者教育的需求。你们工作中的很大一部分都会和坏人骗子打交道。但是在今天的基金行业中，这两种人已经几乎不存在了。我们的麻烦将更加细微；我们永远相信我们的使命、我们的能力和我们的正直，我们从不退缩，直言不讳地去追问究竟是什么使得我们传统的保管人身份的价值观转变成了新的关注于资产聚集和市场营销的价值观了。这是今天摆在我们面前的最关键的问题。

这种二分法对我们的监管和执行系统提出了巨大的挑战。在我的《为资本主义灵魂而战》的书中，我引用了詹姆斯·麦迪逊的话：“如果人们都是天使的话，政府的存在就没必要了。”今天用这种类似的语句，我想说：“如果基金管理人、股票经纪人和财务顾问们都是天使的话，监管者的存在就没有必要了。”然而，据我所知，这个行业并没有天使。因此，我们需要监管者，他们自从1933年和1934年证券法案颁布以来就一直很好地为我们服务。我们需要监管者去要求我所说的全面披露，来确保共同基金和基金的分销者在“最高的商业荣誉、公平公正的交易原则以及同投资者的公平交易”之下运作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第三部分

指数基金大有裨益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管当今的共同基金行业中存在着种种缺陷，但是，还是有一些共同基金提供了明智的投资策略和政策，可以让投资者避免我们在第二部分所提及的那些缺陷。在这些被良好管理的基金中，我聪明的选择就是指数基金，即传统意义上建立在标准普尔500指数或是道琼斯股票市场指数的基金。指数基金对于投资者来说是分享美国商业成就所带来的合理收益的一条路，也几乎是最好的一条路。

最小化咨询和管理费用所扮演的角色至关重要。另外三个关键因素是：拥有最广的分散化投资、最低的换手率以及最好的指数基金所能提供的最高的税收效率。很明显，获取股票市场产生收益最好的方式应该是在这样一种结构下产生的。在这种结构中，基金持有人的利益要高于基金经理的利益（相同的原则同样也适用于获取债券市场产生的收益）。因此，正如我们在第6章中所描述的，阿尔法结构为投资成功提供了最好的机会。

1951年，我在普林斯顿大学毕业论文中就提及了这样一种对份额持有人友好的基金结构，以及与之相生相伴的双胞胎即指数基金。在2000年，我在之前的想法中添加了更多的细节。在“投资管理的成功启示：我们可以从指数化投资中学到什么”（第11章）这一章中，我列举了一个案例来探讨被动指数化的细节，并描述了它对主动型投资管理实践的深远影响，尽管这种影响是缓慢和渐进的（讽刺的是，我的讨论所依据报告的两个提供者之一，就是经纪公司美林公司）。考虑到在创造“负阿尔法”（管理人跑输指数的程度）中所带来的成本的角色，我解释了为什么积极的基金管理人必须最终采用一种更低咨询费用的策略；减少的运营和市场营销成本；降低的组合换手率，导致最小的交易成本和最大的税收效率，以及在一个股票组合中最小的现金持有，伴随着它的机会成本。

在第12章中，我描述了指数共同基金不断增长的重要性，并且陈述了指数化的智力基础。在2007～2009年所发生的市场崩溃的很多年前，有关有效市场假说的有效性的争论就一直不断，我也很理所当然地不去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用它来解释为什么指数化可以运行良好（有时候市场是有效率的，有时候市场是无效率的）。取代有效市场假说，我使用了成本重要假说（cost matters hypothesis, CMH）来作为数理上的证据，证明整个市场的指数必然因为成本的差异而跑赢市场的参与者。无论市场是否有效，成本重要假说在任何时间和场合都是有效的。

我总是爱用比喻来表达我的价值观，在第13章的标题和主题中，我引用了《圣经》中的文字。“中流砥柱”是受到诗篇118章的文字所启发，“那块为匠人所抛弃的石头成为了中流砥柱”。这正如指数基金一样，从奇怪的异端变成了衡量投资收益最普遍使用的标准。我同样也依赖于沃伦·巴菲特所表达的4E原则：“股票投资者最大的敌人就是费用和情绪。”指数基金在同这些敌人的战斗中完胜。直到今天，它仍旧是中流砥柱，那永远不会动摇和妥协的丰碑。

尽管这耗费了一些时间，但是广泛的股票指数化的想法还是被接受了，并且指数型共同基金的规模已经从1976年的1 100万美元（仅仅一只基金）增长到了2004年的6 370亿美元，截至2010年又持续增长到了1.5万亿美元。41%的年复合增长率要远远超出基金行业任何一个板块的成长。商业上的成功伴随着艺术上的成功为投资者带来了超额收益。然而，在过去的十年中，它已经偏离了它最初的主旨，而正是那最初的主旨带来了指数化的蓬勃发展。

在第14章中，我进一步描述了这种发展，“趋同！巨大悖论，正如主动型管理基金越来越像被动型指数基金那样，被动型指数基金也越来越像主动型管理基金”。最后，我介绍交易所交易基金（ETFs）的发展，这种指数基金可以为投资者提供“全天候实时交易”的机会（正如它们的一些广告中所描述的那样）。这种类型的指数基金主要由更加细分板块的ETFs所主导，在本质上具有更大的投机性。这种成长是否会继续下去，只有时间能够回答这个问题了。尽管很容易看到ETFs如何服务于短线的股票交易者，但还是很难看到它是如何比传统的低成本的普通指数化共同基金更好地服务于长线投资者的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第11章

投资管理的成功启示：我们可以从指数化投资中学到什么[⊖]

除非你是传奇的经济学家彼得·伯恩斯坦，否则你一定不知道2000年是一篇真正影响深远的学术论文的100周年纪念。众所周知，彼得·伯恩斯坦先生通过他的双月刊——《经济学和组合战略》（*Economics and Portfolio Strategy*）以及他的书籍，包括了不起的风险编年史《与天为敌》，确立了自己在金融界的传奇地位。但是，在他于1992年出版的《投资革命》（*Capital Ideas*）一书里，我第一次接触到路易斯·巴舍利耶（Louis Bachelier）发表于1900年的名为《投机理论》的论文。如今被我们称为"现代资产组合理论"的海量学术研究都根植于这篇论文。

伯恩斯坦（这位研究资本市场历史的卓越专家）称赞路易斯·巴舍利耶是现代资产组合理论和有效市场假说之父。在《投资革命》一书的开篇伊始，伯恩斯坦就引用了这位法国学者的核心表述："过去、现在以及即便是折现的未来事件都被反映在市场价值中……并且，渴望对价

⊖ 本文改编自2000年10月26日，在芝加哥投资分析师协会的一篇演讲稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格进行数学预测是不可能的。”这个说法从此以后就堂而皇之地走入了历史。

然而，如果是为了理解巴舍利耶简单但十分深刻的想法中所蕴涵的智慧：“投机家的数学期望为零”（现在这被当做金融的核心事实，我们既不需要求助于现代投资组合理论，当然也更不需要考虑有效市场假说），这是个很让人好奇的悖论。

第一篇对该理论在现实世界中应用的系统研究大概是考利斯委员会（the Cowles Commission）1933年发表在《计量经济学》（*Econometrica*）上的一份报告，在报告中该委员会提出了这样一个问题：“股票市场的预告员真的能预测吗？”㊀在对海量证据进行研究后，他们的回答是“很难说”。现在我们让时间倒退到1950～1985年，包括哈里·马科维茨（Harry Markowitz）、詹姆斯·托宾（James Tobin）、威廉·夏普、约翰·麦克考恩（John McQuown）、杰克·特雷诺（Jack Treynor）、威廉·福斯（William Fouse）以及保罗·萨缪尔森在内的一系列资本市场先驱，这些杰出的名字中包含知名的实践家和学者，他们对金融和投资研究作出了卓越贡献。

交易成本理论

在他70页的学位论文里，巴舍利耶没有提及交易成本在投机和投资中扮演的角色。但是，成本明显是很重要的因素。交易成本不光在金融市场上事关紧要，而且在所有经济领域的交易中都扮演着极为重要的角色。然而，直到去年，学术界才将注意力转投到交易成本领域。就在一个月前，《纽约时报》在一篇关于电子商务的报道中介绍了一篇名为《企业的本质》（*The Nature of the Firm*）、关于交易成本的论文。这篇论文由芝加哥大学法学院的罗纳德·科斯教授完成于1937年，但直到1991年才为科斯教授赢得了诺贝尔经济学奖。㊁在他的论文中，科斯教授证

㊀ Alfred Cowles,“Can Stock Market Forecasters Forecast?” *Econometrica* 1,no.3 (July 1933).
㊁ Ronald H.Coase,“The Nature of the Firm,” *Econometrica* 4,no.16 (1937).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明交易成本（这个成本往往过高）决定了一个公司应该自主生产产品或服务还是将其外包给供应商。

最近一篇由加州大学伯克利分校茅瑞斯·奥伯斯菲尔德（Maurice Obstfeld）教授和哈佛大学肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff）教授共同完成的类似论文中，交易成本也得到了相当程度的关注。《经济学人》杂志上的一篇文章指出，奥伯斯菲尔德教授和罗格夫教授的发现证明与国际贸易、储蓄与投资、投资者偏好国内资产组合以及汇率和经济活动缺乏相关性等问题相关的经济学谜团最终都有一个共同之处：存在贸易成本。他们认为，贸易存在成本，并且，当贸易成本达到货物成本的25%时，预期结果就无法实现了。这在金融市场上也是一样的。⊖

现实对理论的挑战

如果巴舍利耶对投机者（并且在这个问题上，长期投资者也是一样的）胜出市场任意给定部分的数学期望为零的表述是正确的，那么这一表述实际上隐含着假设交易成本也为零。然而，当把投机（或投资）成本考虑在内的时候，当去除所有收费、交易成本以及金融中介的隐含成本之后，损失额的数学期望就精确地等于这些成本之和。在共同基金领域，成本明显接近市场收益的25%这一临界点。因此，当我说“金融市场都是低价不卖”的时候，我只是在陈述一件显而易见的事情，这个观点在每次写东西的时候我都会再说一遍。忽略投资成本和税收成本之后，通过数据显示的股市长期收益率则完全反映了理论上无成本、无税收投资的可能性，无论这些数据是来自于标准普尔500指数、芝加哥大学证券价格研究中心（CRSP）还是Ibbotson系统。因此，这些所谓的收益率严重扭曲了经济领域的现实情况。当我们考虑投资中不可避免的成本时，现实就反噬了理论。而且，现实是自证和不可回避的，也就是说，如果将所有投资者视为一个整体，那他们的净收益必定等于市场的毛收益减

⊖ Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "The Six Major Puzzles in International Finance: Is There a Common Cause?" *NBER Macroeconomics Annual* 15 (2000).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去交易成本。这就意味着，击败市场是一个输家游戏。

巴舍利耶的论文到今天已经发表了100年之久，交易成本会吞噬收益的现实已经最终深入人心，即使是金融市场中那些并非成本最低的交易者也都赞同这一观点。美林公司和巴拉战略咨询集团（BARRA Strategic Consulting Group）最近共同发表了一篇名为《成功投资管理：建立及管理整个公司》的论文，该论文是由两家公司的高级管理人员在尽可能咨询了一系列卓越的短期资本管理人和有权势的出资人之后做出的。[1]该研究最终得出了这样一个结论：对内嵌阿尔法，也就是资产组合运作摩擦成本的管理，最终会体现为投资的创造力和绩效表现。[2]

美林/巴拉咨询的共同研究

对于我自己，以及你们这些投资专家而言，美林/巴拉研究的核心并非是对未来投资管理［也就是被称做投资生产（这是个令人不快的词汇）的行当］发展过程的一系列猜测。相反，这份研究的核心在于陈述内嵌阿尔法这一降低回报的摩擦成本在理论上可以存在于无摩擦证券市场上的投资组合。这份研究在附录中敦促投资公司“管理内嵌阿尔法，削减隐藏成本”。这份研究确认了下列这些成本：

▲ 有形成本。管理费和交易佣金。花在管理费上的每一美元都会削减投资组合的净回报。

▲ 被管理的成本。无意识的风险暴露，税务成本，以及未投资的现金——未能充分投资带来的机会成本。

▲ 无形成本。交易对市场的反向影响以及推迟交易执行的机会成本。

结果是，“净收益每一基点的增量都会转化为一间公司绝对表现以

[1] 在为该研究提供协助和观点的公司中，有富达、Putnam、Mellon、State Street、Oppenheimer、花旗集团以及马萨诸塞州金融服务公司。我希望你们能够原谅我，如果我怀疑他们是怎样谨慎考虑这项研究的广泛含义的。

[2] “Success in Investment Management:Building and Managing the Complete Firm,” Merrill Lynch &Co.,Inc.and BARRA Strategic Consulting Group (June 1,2000).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及和同行相比时排名的改善”。这份研究指出一个完备的公司“会名列前茅……也会努力减小让回报表现变差的因素的影响”。所以我提醒你们看看美林/巴拉咨询的研究。在这份研究里，他们对“释放内嵌阿尔法”的毛病开出了如下的药方：

- ▲ 要有全局观，找出公司最重要的内嵌阿尔法来源。
- ▲ 做好阿尔法储备，制定前后一致的政策并复查所有的工作流程。
- ▲ 确定优先级，拓宽管理带宽（我再次承认自己对这个问题的忽视）。
- ▲ 制定战略日程，并确定衡量成功的目标。
- ▲ 确保这一日程在第一线适用，将战略日程和日常激励对应起来。
- ▲ 向市场宣传，确认管理内嵌阿尔法的办法是可信的，接下来就是激进地宣传它，这个办法可以提高获得超高收益的可能性。

可能让人吃惊的是，这份研究并没有展示任何关于内嵌阿尔法有多大的数据。我们被告知这是“有意为之的”，“这份论文并没有将重点放在数据和统计学问题上”。然而，成本的规模却令人震惊。因为我并非一个投资咨询生意方面的专家，我现在只通过共同基金来展示成本究竟可以有多大。基于目前我的最佳估计，下面是共同基金的成本结构列表（见表11-1）。

你根本不用我来告诉你330个基点（如果含税则是490个基点）是很庞大的成本。

现在让我来展示一下这些在现实中是如何运作的。为保守起见，我会大幅削减330个基点的收费。首先，通过忽略销售收费中的60个基点（这在大多数行业表现中是被忽略的），然后使用根据基金资产加权的费用比率（又是50个基点的降幅），这就将成本削减到了220个基点。让我们使用这一保守数字作为一般基金嵌入阿尔法的基准值。接下来我假设基金获得了和股市相同的平均回报。当然，基金经理拥有获得比市场回报更高的机会（也有可能是更低的回报）。用我自己针对过去15年的数据，在扣除所有内嵌阿尔法之前，基金平均每年比股市回报（威尔夏5000整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体市场指数）高50个基点。但这些数据只包括在同期生存下来的基金（不管你相信与否，同期市场上只有一半基金存活了下来）。所以这样看来，和市场相比的回报率不光很公平，而且简直可以说是很慷慨了。

表 11-1

平均股权共同基金	占平均资产比重（%）
1. Advisory Fees	1.1
2. Other Operating Expenses	0.5
Total Expense Ratio①	1.6
3. Transaction Costs②	0.7
4. Opportunity Cost③	0.4
5. Sales Charges④	0.6
总计	3.3
6. Taxes⑤	1.6
总计	4.9

①未加权共同基金比率，加权比率为1.1%。
②大多数研究显示交易费用会高得多。但因为市场影响本身应该是净为零的（即激进的销售创造了买方讨价还价购买的机会）。我较低的估计反映了华尔街对交易服务的收费。
③假设12%的股票收益；6%的现金收益；7%的储存资本。
④5%销售收费，摊销期为10年。
⑤假设基金剔除成本之后有10%的收益，1%的普通收入，9%的资本利得；每年有50%的资本利得已实现，2/3的长期投资，1/3的短期投资；最高纳税级别。

现在让我们从长期来看。尽管今天的市场极为倾向于短期投资，但大多数人的第一个1 000美元投资还是通过个人养老账户或者401K养老金计划开始的。这些投资的期限不是50年，而是70年。在这里我使用50年来计算。那每年相对于标准普尔500指数13.3%的回报，220个基点的成本在50年里意味着什么呢（也就是说，这只基金每年回报11.1%）？将1 000美元投资于标准普尔500指数时，最终资金额是51.4万美元；而投资于这只年收益11.1%的基金时，最终资金额是19.3万美元——在金融中介身上耗费了32.1万美元。当我们进一步把税收考虑进来时（因为过去50年市场的高回报，我使用240个基点的税务成本——一个保守的税率），共同基金的年收益就从税前的11.1%下降到了8.7%。最终投资终值又下降了12.8万美元，变成了6.5万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上还有很多麻烦需要考虑——每一年中介费用和税收都以现值货币计算，投资者的最终资产实际上也应该使用不变价值货币计算。通货膨胀率在过去的半个世纪中保持在4%的水平上，结果就是投资者真实的年收益率仅为4.7%。最终投资收入的购买力又被削减了5.5万美元，只剩下了1万美元。

用另一种方法来算一下：共同基金扣除成本前的真实年回报率并非标准普尔指数的13.3%，而是9.3%，因此2.2%的中介成本将每年的真实回报削减了24%而非16%。2.4%的税收成本则将基金的净收益进一步削减了34%而非22%。当我们在年化数据上加上一个放大镜——复利计算时，税收等成本就会极为令人震惊地损害收益。在市场累计回报上，投资者因为中介费用损失了63%，因为税收损失66%，因为通货膨胀进一步损失了85%。最终到手的收益仅仅是基金业宣称数据的2%！

公平地说，标准普尔500指数基金的真实收益也会比指数本身的收益少许多，但是这些指数基金仍然比共同基金的平均水平好许多。假设基金费用为20个基点，13.1%的复合回报率会让最终资本达到47.1万美元（共同基金的平均水平只是19.3万美元）。在扣除120个基点的税务成本之后（指数基金的税务负担一般是普通基金的一半），相对于普通基金的6.5万美元，投资的净价值是27.6万美元。扣除通货膨胀影响之后，指数基金还剩下4.5万美元，而普通基金则只剩下了1万美元。从51.4万美元降到4.5万美元看起来很难让人接受，然而在投资世界里，想要完全排除税务的影响是几乎不可能的。一个很重要的现实是，相比于共同基金，指数基金可以提供2.4倍的扣除成本后价值，以及4.5倍的真实资本价值。是的，内嵌阿尔法是一个强大的摧毁性力量。

主动基金经理能从指数化中学到什么

就像希腊哲学家贺拉斯一样，我担心金融巨头和基金经理会觉得美林/巴拉咨询研究是事倍功半的。但如果他们自己计算了年化的内嵌阿尔法，接下来使用变小后的回报率计算长期复合回报，最后再考虑到现实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况中费用和税收都是用现值货币给付，然而长期回报却是用不变价值货币衡量时，他们就会意识到问题的严重性了。在亲自计算一次之后，我针对控制成本的建议和方法就会显得少了一些陈词滥调，多了一些直言不讳。当然我的方案对基金经理来说肯定是难以下咽的。如果你不接受我的观点，没关系，直接忽略下文就好了：

▲ 记住数学是不变的：你需要承认成功投资（不只是长期投资，而且是每周中的每一天，每年中的每一月）都是由投资者和金融中介这两者分摊到的市场回报所定义的。

▲ 减少基本咨询费用：但努力通过建立赏罚制度来维持公司收入。这些行为会回馈成功的公司，并惩罚失败的公司（当然这种行为会降低整个行业的咨询费用水平）。

▲ 削减运营和管理成本：这意味着少参观美国宏伟的天际线和海港风景，少一些无节制的娱乐项目，更少的客户出游活动，少开百慕大的研讨会，务虚的简报会也要节省，头等舱飞行更要厉行节约。

▲ 将营销费用精简到最低程度：广告费是很昂贵的！在共同基金行业中有些公司年度营销预算超过了1亿美元：这些开支带来了信托责任方面的严重问题——基金投资者的利益转变成了顾问的营销利益。

▲ 对交易成本采取强硬态度：更为重要的是，要对交易采取强硬态度。认真规范地评估你的交易行为是增加还是损害了已实现的收益。

▲ 税收是收益最大的消耗因素：如果你的客户需要缴税，用税后收益作为激励机制的基础来评估你旗下基金经理的表现。如果你用有需要缴税和可递延税款的账户，那就提供不同的基金选项。

▲ 消除机会成本：恰好在市场下跌之前持有现金当然是很好的选择。但是你要知道，没有任何证据能够证明有公司在把握市场时机上是成功的。因此，在下跌市场中能通过持有现金增加回报只是实际情况的一小部分，持有现金在上升的市场中损害了回报则是更加普遍的情况。

▲ （只是针对共同基金而言）。我们需要摆脱12b-1费用——销售佣金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这类包含在费用比率中的元素。它们让你的回报看起来非常糟糕，加重了你所服务的投资者的成本负担。而且，如果这些费用是隐含费用，则会让你的公正和诚实受到怀疑。

这些建议会彻底改变机构投资的性质。基于内嵌阿尔法对长期回报的影响，我相信客户想要做出改变只是一个时间问题。每个公司都需要未雨绸缪。

标准普尔500指数

在衡量过去50年的市场表现时，我一直使用标准普尔500指数。1950年的时候它是唯一堪用的良好标准，而且目前仍然最广为接受。更重要的是，就算不够完美，标准普尔500指数仍然能对股票市场提供极为优秀的衡量标准。你也许听说过，甚至会相信某个关于大黄蜂的传闻：在对大黄蜂进行过空气动力学意义上、体重以及大小的认真研究后，一个科学家组成的专家团队证明，毋庸置疑，大黄蜂不会飞。然而，大黄蜂是会飞的。这个故事对标准普尔500指数也是适用的，在我这里的版本就是标准普尔500指数看起来似乎不太靠谱，但很明显它可以用于股市的衡量标准。我们只需要通过一些事例来理解为什么它可以提供出色的相关性表现。

先看标准普尔500指数本身。50年前，就像现在一样，标准普尔500指数是一个在大盘股统治的市场中的大盘股指数（当然，那时不叫标准普尔500指数，1926～1957年它实际上是标准普尔90指数）。在1950年，它高度集中地代表了一个工业美国。尽管我不记得有人像如今一样把大量关注投诸综合指数。

在标准普尔指数的权重中，通用汽车占有最大的份额，为13.6%；新泽西标准石油位列其次，为9.3%。前十位个股总计占据了标准普尔指数51.3%的权重，是目前前十位个股集中度水平（24%）的两倍以上（在接下来20年里成为明星个股的IBM直到1957年才加入指数）。AT&T

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市值比通用汽车还要大，但是在标准普尔指数中却令人吃惊地没能占据一席之地。尽管标准普尔指数的编订是基于“旧经济”的，但它仍然主宰了当时基金经理的跟投策略。

现在让我们把日历翻到1964年，AT&T现在终于成为了指数的一部分，权重是9.1%，紧随其后的是通用汽车的7.3%。新泽西标准石油——5.0%，IBM也有3.7%。市场十大个股当时总计占有39%的指数权重，仍然比目前24%的水平高很多。即使标准普尔指数一如既往地以诸如汽车、化工、石油以及公用事业等传统经济公司作为自己的编订基础，但是其仍然在接下来十年里保持着比共同基金平均水平大得多的优势——尽管这期间沸腾概念股异军突起、上涨迅猛。

再举另外一个例子：在1980年，油价攀升得非常厉害，石油产业也被赋予极高的期望值。因此能源产业的权重被上调至迄今为止的最高点——32%。在我看来，如果时间倒退到那个时候，持有这么一个如此依赖于单一行业的指数是很愚蠢的，而且实际上在1976年到1985年的10年时间里，标准普尔指数也确实没有令人印象深刻的上涨。但无论如何，正如我们看到的，标准普尔500指数在过去长达半个世纪的记录确实不错（就像大黄蜂一样，确实是可以飞起来的）。而且在长期来看，它甚至会飞涨起来。

当然，到今天标准普尔指数已经给“新经济”分配了相等的权重，其中有相当一部分是科技股（当2000年伊始，这个权重是32%，目前是27%）。我承认指数集中化让我有些紧张，但我仍然对指数化的魔力深信不疑。我确信：无论短期持有什么资产组合，长期来看，指数化仍然代表了最优投资策略。最终，广泛的分散投资、低成本、最小化资产组合成交量，以及税务便利会战胜一切。

标准普尔500指数真的是“市场”吗

标准普尔500指数是股票市场的优越代表已经成为它众所周知的特征。它完全由大盘股构成，代表了整个市场3/4的市值。它的收益率和整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体市场有着相当不错的静态相关性（R^2达到了0.97），其表现在两个指数都存续的30年中和威尔夏5000整体股票指数（威尔夏5000 Total Equity Market Index）的表现基本一样。

这并非表明标准普尔指数对于投资者来说是个容易跟踪的指数——即使是对那些平均指数基金经理来说。标准普尔指数会经常做出调整。在过去20年里，标准普尔指数令人震惊地进行过489次改变，而且都不是细微的调整！在这段时期里，每年就要新增相当于前一年总市值的2.8%——20年下来总共调整了相当于58%的总值。典型的是由并购导致的，从指数中删除的股票往往市值非常小。

从本质上来说，每年新增3%的股票市值意味着持有其他股票的权重会每年同比下降3%。我估计了过去六年里一直包含在标准普尔500指数中的三只股票：微软、思科和英特尔——在2000年的时候它们的权重不是目前的4.9%、2.8%和2.3%，而分别是5.5%、3.2%和2.5%。这些并不是很严格的数字，所以这些数字暗示着标准普尔指数的表现的确有提高的空间（主动基金经理可能会想在这里记个笔记了）。

威尔夏5000整体股票指数不需要做出类似的调整，因为它不光包括大盘股，还包括中小盘股。但是除了轻微的短期波动外，正像我提起过的，在长期，它实际和标准普尔500指数的表现是相一致的。股票在市值很小的时候被纳入指数，直到被并购后才会从指数中移除。我认为整体市场指数基金对大部分投资者来说之所以是最好的选择也主要是基于这些原因。

“基准评估”

我已经用令人信服的数据指出共同基金在计算长期回报时的严重问题：忽略了成本，并且税务假设非常保守。我假设美国境内的基金和标准普尔500指数是可以相比的，而标准普尔500指数和整个股票市场的相关性很高。以资产价值衡量的基金资产组合几乎和整个市场的配置保持同样的比例——70%的大盘股基金、22%的中盘股基金以及8%的小盘股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金。从极长期来看，不同投资风格的回报（偏向小盘股/偏向大盘股，偏向成长股/偏向价值股等）都会归于市场均值，短期波动最终都会被时间熨平。我还臆断无论什么风格的股票共同基金，在长期过程中看都至少不能明显"击败市场"（某些基金可能会认为他们努力提供了一种更高的"风险调整后"回报，但这里我不会讨论这个问题）。

无论如何，我可以勉强接受目前这种"基准评估"的模式——将小盘成长型基金回报和小盘成长股票指数回报相比的做法。作为一个短期确定基金经理是否真正按照他的理念投资的方法，基准评估看起来很有道理。但从长期来看，基准评估的比较对象应该是整体市场指数，而非类型指数。很难想象一个客户寻找一种特别的投资类型（基金经理也基于他自己的专业知识和比较优势提供那种类型的投资），不是因为这种类型的投资可以提供更好的长期回报。确实，有人可能会说："客户最终得到的只是在类型投资的赛马中赢得了比赛，但是却输掉了整个股市。"

对于那些我们看到的有着极高精度的科学计算数据——比较回报、风险调整后回报、阿尔法和贝塔（我们还没排到欧米茄），反映着短期或长期的情况，往往都带着小数点后两位甚至更多位的数字。我认为我们这些专业人士有责任向客户公平完整地展示基于类型回报的基准评估和基于整体市场回报的基准评估的比较过程。我们既要避免基于类型回报的基准评估决定我们的投资，又得避免它被用来评估我们的长期投资结果。

长期投资的波动，整体市场指数化

如果整体市场指数应该（最终会成为市场的必然）作为所有类型股票投资长期回报的衡量标准，那在过去的十多年里，指数波动究竟有什么用呢？随着时间的流逝，我承认我越来越关心这些波动值的意义。我会毕恭毕敬地告诉你究竟是什么在困扰着我，以及我为什么会关心这个问题。

首先，坦白有益于灵魂，我得承认正是在我的努力和说服下，先锋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为了指数基金的先驱者。我们在1975年成立了第一只标准普尔500指数基金，接下来在1987年又史无前例地成立了完全（“扩展市场”）指数基金，这只基金也跟踪不包括在标准普尔500指数中的中小盘股票。我们这么做的想法是：给投资者一个投资整个股票市场的承诺，并完全实现指数基金的概念。但是当标准普尔500指数增减股票的时候，这两只指数基金就需要做出相应调整，这就导致调整资产组合的交易行为，以及潜在税务上的无效率。所以1992年我们创造了一体化的总体美国股票市场指数基金（Total U.S. Stock Market Index Fund)。同年，标准普尔/巴拉（Standard Poor/BARRA）响应我的公开请求，开发了一个成长指数和一个价值指数——每一个指数都经过规范化调整，并代表标准普尔500指数的一半权重。然后我们就开始经营起我们的成长指数基金和价值指数基金。从那时迄今，我都声称这两者的长期总体回报不可能有显著区分。这个想法促使那些更加进取的长期投资者选择了成长指数基金，以换取更低的应税收入，更多的税务便利和更高的似然波动。相对更保守的投资者则会选择价值指数基金（用部分税务便利换取更高的退休后收入以及较低的波动性）。

在更早一些时候，1989年我们将先锋的一只小型小盘股主动基金转换成了一只被动型罗素2000指数基金，创造了行业内第一家小盘指数基金。几年后，我的继任在先锋又新开发了三只指数基金——中盘股基金（标准普尔400）、小盘成长基金（标准普尔600的一半）以及一只小盘价值股（标准普尔600的另一半）。在这些基金的历史上，1992年前成立的区分指数基金的成绩相当好。而市场区分更加细致的新基金历史还没长到足以做出合理评估的时候。

如果我们的区分市场指数基金在更长期的成绩至少是值得尊重的（并且考虑到生存偏差显著高估了主动中小盘共同基金的成绩，这些指数基金毫无疑问做得比这些共同基金要好得多）我在担忧些什么呢？第一，我直觉认为这些区分指数基金不太可能在长期对总体市场回报提供价值；第二，我相信太多的投资者依据过去的表现来在不同的市场区分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金之间进行转换，这是一种会导致失败的做法。市场在过去五年中都偏向于成长股，举例来说，我们大盘成长指数基金的资产总额为140亿美元，而价值指数基金的总额为35亿美元（惊奇吧）。第三，区分基金的交易量更大：小盘成长基金和小盘价值基金的成交额分别是基金总值的80%，小盘总体基金42%，大盘价值基金41%，大盘增长33%，即使是扩展市场基金的成交额也达到了26%。

公平地说，先锋量化管理部门训练有素的董事格斯·索特（Gus Sauter）通过异乎寻常的交易技术，使公司所有的买卖净成本基本降低为零，因此每只基金都能以异乎寻常的精度跟踪指数。但是如果将这些两位数的交易额和标准普尔500指数基金及整体股票市场基金的交易额（分别为6%和3%！）相比，你就会清晰地发现不同的基准之间的差别。税收影响也是一个很大的约束条件。但如果我们的股东将他们的金钱迅速地转移到不那么慷慨的市场，或者在熊市中大量地赎回，维持这种卓越的回报就会显得非常困难。

无论如何，我还没有失去对区分市场指数基金所有的希望。大多数问题都是可以通过创造更好的区分市场指数加以解决的（这些指数需要有新定义的概念，以便对股票替换的敏感性小一些，从而降低资产组合的交易额），这样也能削减为了减少这些基金短期交易而强加的赎回费。对于那些不能抵制低配或超配诱惑（但实际上是应该抵制的）的投资者来说，这些基金可能提供了最明智的解决方案。

不管怎样，所有类型的指数化基金还仍然在蓬勃发展着［但大部分不是传统的指数基金，而是新颖的交易所交易基金（ETFs）］，只要不是投机家，这种基金基本上可以满足所有从业人士的口味。我上周从《纽约时报》上读到，这些基金的资产在年中已经达到530亿美元，并且还在不断地积极宣传。但是，如果没搞错的话，这些基金的持有者极少是长线投资人。今年Spiders（SPDR）的年化换手率达到了1 415%，纳斯达克100（NASDAQ 100 Qubes）是5 974%——相应的持有期则分别是26天和6天。这些ETFs不光用于短期投资标的，更是在打广告的时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就被宣传成一种短期投资。《巴伦周刊》在2000年9月18日关于SPDR的一则全页广告就是这样打出大标题的："买卖标准普尔500指数——就像交易个股一样便捷"（接下来这则广告还补充道："实时定价，在交易日全时交易你的仓位"）。但周日《时代周刊》却报道了SPDR一位高层的说法："我们的客户是长期投资者。"这看起来无论是和现实还是和广告都不相符。所以免得忘了，让我再重申一次：设计一个供推销的投资产品和创造一项服务投资者的投资标的是完全不同的两件事情。

指数化：失去方向了吗

时至今日，投资界所有事情都在发生变化。市场的交易量急剧变大，市场本身波动得更为剧烈，大众更加关注金融界的事情，媒体对金融圈子的覆盖面更广，关注短期让共同基金行业的成本严重上升，从而背上了沉重的内嵌阿尔法负担，以及指数基金被不合理地使用，不过指数基金仍然是据我所知能最好地捕捉市场回报的工具。我们难道忘了那些最平和、最低成本、最省税和在长期策略最持之以恒的投资才赚得最多吗？要是忘了这一点，那我们还得从头温习一遍。

正因为投资者忘记了这一点，那些职业资产账户管理人（尤其是那些应税账户的管理）才有了很多机会。对于共同基金和ETFs这些指数的竞争者，投资者可以认清并且从他们的弱点中获利。但是投资者不能忘记金融市场上永远的真理：市场的数学是永恒的——不管这是路易斯·巴舍利耶还是一群诺贝尔奖获得者，再抑或是麦基尔或者甚至是博格说的，何况这个道理现在还被美林/巴拉关于内嵌阿尔法的论文所支持。投资者的成功投资总体上来说（不光是长期投资，而且是每一天的投资）是由消耗成本的金融中介所决定的。所以你要充分认识我之前所讲的其他投资经理的失误，并且从中领会指数基金之所以成功背后的道理。这样机会就会向你招手了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第12章

指数基金从异端到教条，我们还需要知道什么[⊖]

2005年9月，距离今天还有1年的时间，将是第一只指数共同基金创立30年的纪念日。这只基金原本自豪地被称做第一指数投资信托，现在则变成了先锋500指数基金——最大的共同基金。然而，这仅仅是成功的指数投资的象征之一。随着曾经被视为异端的被动的投资组合管理逐步进入传统投资领域，渐渐在投资组合经理中流行开来，并且已经形成了教条：一部分作为学术原则，在大学和商学院教授金融课程中传授给学生，形成投资者的日常演说；另一部分作为投资者日常的谈资。

指数基金取得了巨大的成功。在共同基金行业，1990年股票型指数基金资产仅有10亿美元，而现在的股票型指数基金规模达到了5 500亿美元，这还仅仅是所有股票型基金规模的1/6。从1975年的第一只指数基金诞生到1984年为止，都没有新的指数基金出现过。但近十年之后，市场

⊖ 本文改编自2004年4月13日在华盛顿州立大学所发表的，作为Gary M. Brinson 杰出演讲系列中的一次演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上有430只股票型指数基金，甚至还出现了30只债券型指数基金。指数基金的概念在养老金领域要更早些流行开来，公司、州以及当地的养老金计划的资产从1990年的9 000亿美元增长到了今天的3.5万亿美元。

与美国和国际股票及债券指数相关联的指数共同基金以及养老金计划的总资产，合计已经超过了4万亿美元。事实上，美国前十大货币基金管理人中的三家（道富环球投资、巴克莱全球和先锋，总计管理7 000亿～1万亿美元的资产）已经在它们所强调的指数策略的基础上发挥到了极致。

然而，指数基金的影响要远远超出那些依赖于单纯的指数策略而管理的万亿美元资产。例如那些紧紧跟踪标准普尔500指数的“最紧密的指数基金”是非常流行的，它们通过在指数股票权重中构造相对适度的调节来寻求附加价值，所有这些都通过与市场指数本身变动保持高度协同来紧密控制风险。罕见的是，一直追求最小化所谓的“基准风险”的主动型“买方”机构组合经理，都没有拿组合中的持仓权重去和指数中的权重做比较。指数基金的蛋糕之上最锦上添花的是：华尔街的“卖方”分析师们推荐“买入、卖出或是持有”了。今天相对于公司占市场总市值比重之下的“超配、低配和标配”已经成为专业人士们艺术性的语言，它本身就成为一种最紧密的指数化方法。

毫无疑问的是，那些按较低的费用和换手率，简单而广泛地分散投资于大市值的权重股的指数匹配策略已经改变了金融市场的整体的面貌，并且为我们衡量和享有我们的投资收益提供了一套全新的标准。是的，我们的重心已经从绝对收益转向了相对收益——跑赢或是跑输基准指数。当然，绝对的表现是投资者真正能够享有的，但是很明显的是，最好的相对表现的基金也一定是绝对表现的冠军。

指数化的学术基础

尽管指数化的胜利并没有出乎那些金融领域中智慧的观察者们的意料，但是还是很少有评论家能够意识到被动型投资策略的基础是由两种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立的不同的学术观点构成的。学界和市场上聪明的学生都依赖于有效市场假说（EMH），这个假说认为股价的波动充分准确地反映了所有投资者的知识，因此是公平合理定价的。

然而，作为指数化的信徒，我们不需要接受有效市场假说。因为指数化的胜利还有第二个原因，不仅仅是更加有说服力而且具有无可争辩的普遍性。我把它称为成本重要假说，我们不仅需要它来解释为什么指数化一定有效，而且我们也需要它来量化指数化有效的程度。无论市场是否有效，成本重要假说都成立。

一个多世纪前，1900年，路易斯·巴舍利耶，在他的博士论文中写道："过去，现在甚至是贴现了的未来事件都已经在市场价格中被完全反映了。"在此之后半个世纪，当诺贝尔经济学奖获得者保罗·萨缪尔森发现这篇被长期遗忘的论文的时候，他承认"自己在把它视为平凡的显著（和几乎平凡的毫无意义）与把它视为影响深远之间徘徊"。本质上，巴舍利耶在他所涉及的领域都是正确的："投机者的数学期望值为零。"直到1965年，芝加哥大学的尤金·法玛已经就一直递增的股价的数据进行充分的分析，来证实"随机漫步"假说，这是有效市场假说的另一种说法。今天，学术上有关有效市场假说的调整所剩无几。尽管说所有股票在任何时间都被有效地定价，这个说法有些极端，但是在大多数时候，大多数股票还是被有效定价的。

然而，无论有关有效市场假说的共识如何，我所认识的严肃学术派专业的基金管理人、受训过的股票分析师或是聪明的个人投资者，几乎没有不同意有效市场假说的：股票市场本身就是一个要求苛刻的监工。它设置了很高的栅栏以至于很少有投资者可以跃过。尽管全新的所谓"行为"理论的传道先驱们向我们展示了大量的证据来表明人类是如何频繁地做出非理性的金融决策的，但是就这些决策是否会导致可预测的错误还不得而知，理性的投资者可以基于此类错误中所产生的系统性错误定价而赚取利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，尽管有效市场假说的准确有效性还是值得争议的，对于成本重要假说的有效性则毋庸置疑。它得出此类的结论，按照萨缪尔森的话来说，就是“平凡的显著以及影响深远”。并且它确认了巴舍利耶的论证必须要走得更远。投机者的数学期望不是零：而是负的，金额等于所发生的交易成本。

因此，同样长期投资者的数学期望相较于我们金融市场所愿意慷慨赋予我们的回报也是不足的。事实上，这个不足可以被准确地描述为金融中介系统的成本——那些所有的咨询费用、营销费用、销售费用、经纪人佣金、交易成本、监护和法律费用以及证券处理费用的总和。在美国股票市场的中介成本总计或许一年要达到2 500亿美元或是更多。假设今天总市值13万亿美元的股票市场，将提供7%的年回报（9 100亿美元），成本将消耗其中的1/4多，留给投资者3/4不到的收益。这些投资者可是提供了100%的资本来投资的。我们不需要有效市场假说来解释投资者想要打败市场的时候所面临的可怕而微小的概率。我们仅仅需要成本重要假说。无论市场是否有效，投资者作为一个整体的话必然会因为他们所发生的成本而落后于市场整体的收益。

现在，真正的坏消息，投资者每年都按照名义美元支付投资成本，但是他们不得不按照真实美元来衡量他们的长期投资，因为投资的价值几乎不可避免地被通胀所蚕食。投资中介向天真无知的投资大众所展示的股票投资10%的名义长期收益率，最终被认为在真实水平上只有6.5%。而当我们意识到在共同基金行业中介成本每年要消耗2.5%，它们蚕食了40%的历史股票真实收益率，那么最终的收益率仅仅只有4%。并且当我们扣除税务的成本（大约每年2%），那么实际上税后的收益率只有2%，这些所有的成本和税费加起来总计蚕食了真实收益的70%。在即将来临的这个时代里，收益率或许会远远低于历史的均值，那么我们必须在新的耀眼光芒中看到潜在的投资累积。

学界和金融业界都贡献了大量的智力和财力上的资源去研究过去的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票收益、回归分析、现代资产组合理论、行为学以及有效市场假说。现在是时候我们应该更多关注成本重要假说了。我们需要了解金融中介系统究竟花费了多少成本，高换手率究竟花费了多少成本以及我们管理人究竟为投资者提供了多少真实的净收益。

指数化的两种学派：数量学派和务实学派

这些年之后，有效市场假说和成本重要假说之下的两种截然不同的学术方法照亮了指数化的历史。由数学大师哈里·马科维茨，威廉·福斯，约翰·麦克考思，尤金·法玛和威廉·夏普领军的数量学派，演算出复杂的等式并就金融市场进行了透彻的研究来得出了有效市场假说的结论。本质上，由数量学派发展出来的“现代组合理论”显示，一个完全分散化的，无人管理的组合是达到投资成功最有效的路径，这个结论也导致了1971年富国银行所组建的第一只指数养老金账户（为Samsonite公司）。那个微小的600万美元的账户分散投资于一个纽约证券交易所股票的平均权重指数。可惜的是，这次投资后来成了梦魇，在1976年这个指数被按照市值加权的标准普尔500指数所取代，这个养老金基金指数化的标准也一直延续至今。

尽管数量学派发展了它深奥的理论，而我所称为的务实学派只是简单有效的。在1974年，《投资组合管理》杂志发表了萨缪尔森博士的一篇名为《判断的挑战》[⊖]的文章。文章指出，理论上不可能找出任何持续成功的投资管理人，这驳斥了任何不愿意提供证伪证据的人，同时也请求在某地为某人设立一只指数基金。一年之后，查尔斯·埃利斯一篇名为《失败者的游戏》[⊜]的文章中指出，由于费用和交易成本，85%的养老金基金要跑输整个股票市场。“如果你不能打败市场的话，你应该考虑加入它。”查尔斯·埃利斯总结道，“指数基金就是其中的

⊖ Paul A.Samuelson,“Challenge to Judgment,” *Journal of Portfolio Management* 1, no.1 (Fall 1974).

⊜ Charles D.Ellis,“The Loser 's Game,” *Financial Analysts Journal* 31,no.4 (July/ August 1975).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一种方法。”⊖

在1975年中期，我并不知道当时数学家们所做的工作，但是被实用主义的萨缪尔森和埃利斯所深深鼓舞。当时，我刚刚设立一个叫做先锋的小公司，并决定设立第一只指数共同基金。也正是当时，我从自己所有的Weisenberger投资公司年度指南中收集数据，然后手工计算出过去30年里股票型共同基金的平均年收益率，并与标准普尔500指数做比较。结果是，1945～1975年，标准普尔指数的平均年化收益率为10.1%；而股票型基金的平均年化收益率仅为8.7%。

正如我一直所思考的这种差异的原因，这对我来说非常明显。指数是零成本的，它年均1.4%的收益率优势大体上等于一般基金的总成本——费用比率加上组合换手率的隐含成本。为了显示这微小的百分比所造成的巨大影响，我假设在1945年将100万美元的初始投资投资于指数，到1975年这笔投资增长到1 800万美元，而如果投资于股票型基金的话，这笔投资在1975年只有1 200万美元。在1975年9月，使用这些数据和萨缪尔森和埃利斯的文章，我催促半信半疑的先锋董事会批准成立我们的第一只指数型共同基金。他们同意了。

先锋如何开始第一只指数型共同基金的

指数基金的想法对我来说并不是什么令人讨厌的事。回到1951年，我在普林斯顿大学的毕业论文中研究了当时还非常小的共同基金行业，过程中我所搜集的证据告诫我不要去相信“共同基金行业中可能存在的

⊖ 我必须指出的是，有关指数化最早的描述来源一本我直到很多年后才读到的书，普林斯顿大学伯顿·马尔基尔教授（纽约：W. W. Norton，1973年）所出版的一本名为《漫步华尔街》的书。伯顿·马尔基尔博士建议，“一种新的投资工具：一种无申购费、最小的管理费用的共同基金，可以简单地购买大量的股票来构造市场平均而不是交易（股票）……基金的发言人很快就指出，‘你不可能买到市场平均’。这是关于公众所能够买到的时间”。他催促纽约证券交易所发起这样一只基金，并且按照零利润基础来运营，但是如果交易所“不愿意这么做的话，我希望会有其他的机构愿意这么做”。在1977年，就在作者写下这些文字4年之后，他加入了第一指数投资信托和其他的先锋基金的董事会，并从那时起一直在这独特的位置上发挥着作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奇迹”，也让我得出这样的结论“基金不可能跑赢市场平均”。当新成立的先锋基金在1975年开始运营的时候，我就已经意识到了设立第一只真正的共同化的共同基金的梦想实现起来是很复杂的。在我的日程表上，下一个项目就是：设立一只指数基金。

为什么？因为尽管设立一只指数基金的想法对于高成本基金的管理人来说缺乏吸引力，他们的生意正是依赖于相信不管他过去的业绩如何，他都会在将来战胜市场，然而指数化对我们来说才是真正自然的。我们之后按照股东持有的结构来组织成为一个真正意义上的共同化的共同基金，低成本是我们所宣传的优势。因此尽管我们的竞争对手们也都有机会创造第一只指数化共同基金，但是仅仅是先锋，如所有犯罪调查中首要嫌疑犯一样，不仅仅有机会而且更有动机去做这样一件事情。

我们引入了第一只指数化投资信托的行为也引来了投资界的嘲讽。它被称为“博格的闹剧”，并被描述为非美国化的，并且产生了一份广为流传的海报，上面画着山姆大叔呼吁全世界“一起来毁灭指数基金”（见图12-1）。富达基金的主席爱德华 C. 约翰逊（Edward C. Johnson）首先提出了怀疑，并向全世界保证富达不会跟随先锋：“我不敢相信如此多的投资者会愿意满足于仅仅接受平均收益。这场游戏的名字叫做做到最好。”（富达基金现在管理着380亿美元的指数型资产）

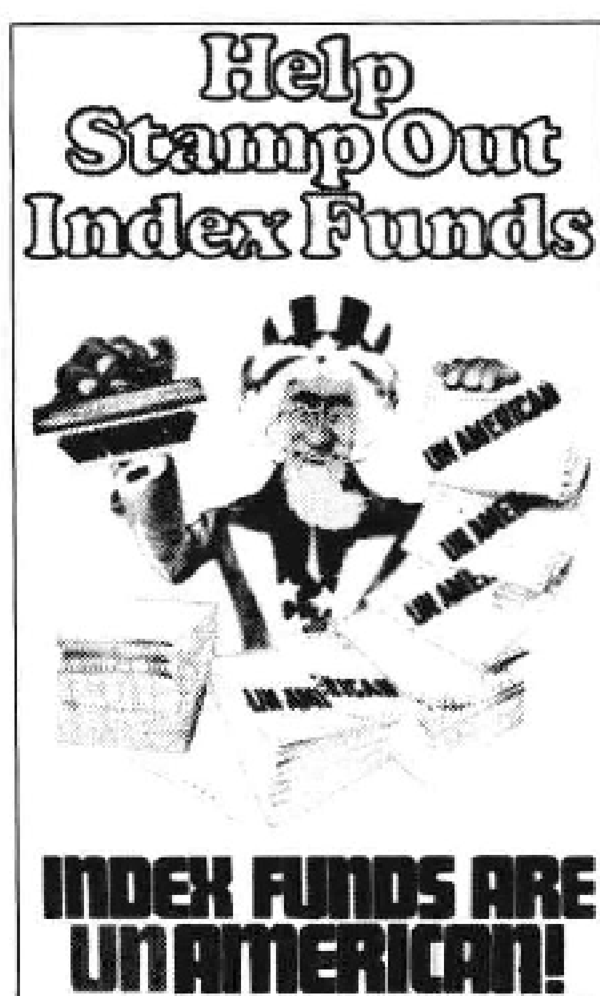


图12-1 博格的闹剧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资大众早期对于用来追踪标准普尔500指数的无人管理指数型基金这个新奇想法的热情随着我们诋毁者不断的贬低而渐渐退却。在1976年，基金首次公开发行时仅仅募集到了微不足道的1 100万美元，并且早期的增长是十分缓慢的。第一指数基金的资产直到6年之后才达到1亿美元，并且仅仅是因为我们合并了另一只先锋的主动型基金。然而，之后随着而来的1982年开始的大牛市为基金的成长注入了动力，基金的资产规模在1986年达到了5亿美元。

从最开始，我就意识到标准普尔500指数，通过持有代表美国市场75%～80%市值的大盘股，尽管不能非常准确匹配，但还是会很接近股票市场的收益，既然标准普尔指数中剔除了中小盘股票。在1987年，我们设立了一只名为extended market fund的基金，与那些较小的公司指数所挂钩。如果这和标准普尔500指数完美配合的话，它将提供一个全市场的组合。截至当年年底，这两只基金总计的资产规模达到了10亿美元。在1990年，我们为养老金计划另外添加了“机构500基金”，在1991年，一只按照威尔夏（美国）总体市场指数设计的总体股票市场指数基金的引入，所有这些市场指数基金旗下所管理的资产规模达到了60亿美元。

在1994年至1999年，随着牛市的继续，随着我们的指数基金持续跑赢市场上大多数的主动型基金（超过80%的基金），基金资产规模开始加速增长——在1993年达到160亿美元，在1996年达到600亿美元，在1999年达到2 270亿美元。正如我告诫我们的指数份额持有人的那样，这样的成功大部分“在任何情况下都不应该被认为是可持续的或是可重复的”。它不是。但是即使在随之而来的熊市中，指数基金仍然跑赢了超过50%的主动型基金，并保持了强劲的增长。我们旗下的四只“总体市场”指数基金现在总计达到2 000亿美元的规模，加上我们另外的33只指数基金，如今我们总的指数型资产的规模达到了3 000亿美元。[⊖]

⊖ 这个数字包含了我们的专业化指数基金（小盘股、成长股、价值股、欧洲、太平洋等）以及一系列债券型基金和加强型指数基金。然而，这些基金的逻辑和发展都是另外一回事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此指数化得到了巨大的商业上的成功，为先锋带来了庞大的资产，甚至要比其他的管理人和养老金基金所获得的资产都要多。它获得这种成功，不仅仅是因为指数化所依赖的可靠务实的基础，更是因为在过去超过30年中，它都有效地运作着并提供了优秀的收益。也就是说，指数化不仅仅是一种商业上的成功，更是一种艺术上的成功。指数化是有效的！

残酷的事实

那么指数化究竟多么有效呢？30年前，在《判断的挑战》一文中，萨缪尔森博士写道："当（受人尊敬的）调查者希望寻找到拥有优秀的投资过程的少数团体，这简直是不可能的……即使'有效市场'或是'随机漫步'假说的不严密的版本符合现实……任何检查证据的陪审团都一定会得出这样一个苏格兰式的裁定：优秀的表现是不可证实的。"因此他提出了他的挑战："这个小球在那些质疑随机漫步假说的人的法庭之中。他们摒弃了令人不舒服的残酷的事实，然而仅仅通过制造相反的残酷事实的方法。"

因此30年后的今天，让我们检验一下这些残酷的证据。让我们回到那个萨缪尔森文章发表的年代，检验一下共同基金管理人们提供打败市场收益的能力的证据，看看我们可以从中得到什么教训。在1970年，总共有355只股票型共同基金，我们有超过30年的时间来衡量它们的成功。然而，我们首先不得不面对这样一个令人震惊的重要的启示：仅仅只有147只基金在这个时期存活了下来。整整208只基金从历史的舞台上消失了，退出率达到了令人震惊的60%（见图12-2）。

现在让我们来看看幸存者的纪录，毫无疑问它们是之前那个群体中表现相对优秀的基金。然而，其中的104只基金的收益要落后于无人管理的标准普尔500指数每年11.3%的平均收益率。仅仅只有43只基金超过了指数的收益。如果我们相对合理地把市场收益正负1个百分点作为统计噪音的话，那么这些幸存下来基金中有52只提供了和市场差不多的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率。而整整72只基金都是很明显的失败者（也就是说，落后市场平均收益超过1个百分点），而仅有23只基金是超过了指数收益的。

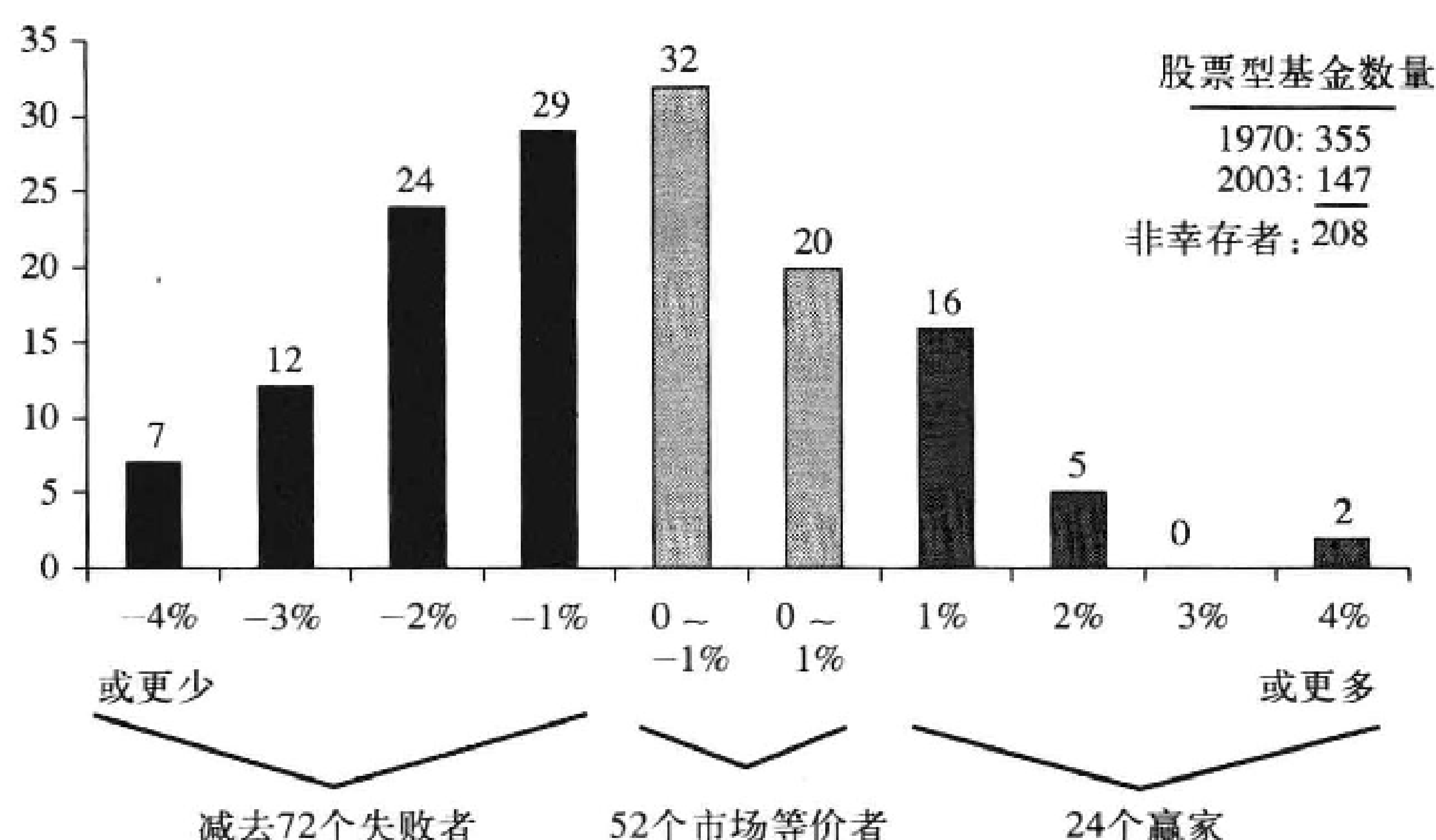


图12-2 大海捞针：幸存共同基金的收益，1970～2003年

如果我们把“噪声”的标准提高到正负2个百分点的话，我们会发现这个范围之外50只基金中有43只表现糟糕，只有7只基金表现优秀的，这相当于之前355只基金中的2%，这也正是萨缪尔森博士所需要的残酷证据中的令人震惊的一个证据。接下来，裁决是如此清晰明了。陪审团发言了。它的裁决并不是“未经证实的”。它是“有罪的”。基金管理人对于没有为份额持有人增加价值是应该系统上有罪的。

然而，我相信这些证据依然高估了这7只公认的成功的基金的长期表现。这些看起来很明显的优秀纪录的可信性是否事实上真的值得信任呢？我对此并不确信。那些赢家基金有很多的共同点。首先，每一只基金在开始阶段相对来说都不是特别知名（也相对来说未被投资者所认可）。它们的资产规模都很小，最小的仅有190万美元，中位数为980万美元，最大的为5 900万美元。其次，它们是在第一个10年间产生了最好的收益，并且因此资产规模猛增，基本上都是从最开始微小但宝贵的资产规模增长到50亿美元或是顶峰，之后业绩表现即开始下滑（有一只基金在顶峰的时候资产规模达到了1 050亿美元）。最后，尽管它们早期的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪录值得称赞，但是它们中的大多数在最近的10年中都持续落后于市场，有时候甚至是落后相当大的程度（见图12-3）。7只基金中5只的风格是相当一致的：在20世纪90年代早期达到相对收益的顶峰，随后的10年中，年收益率每年要平均落后市场收益率3个百分点（大体上，标准普尔500指数12%的收益，而这些基金只有9%的收益）。

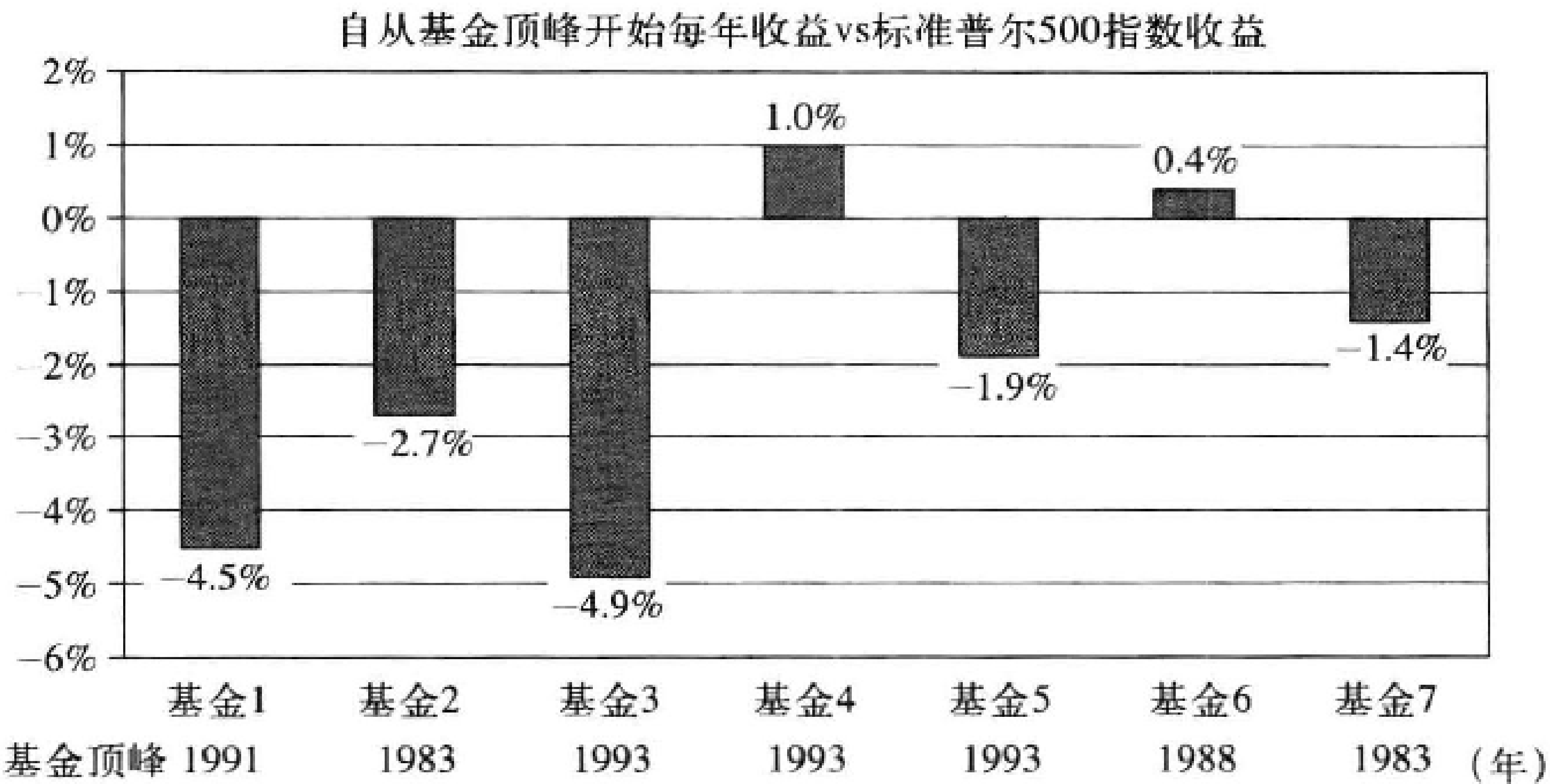


图12-3 检验34年间的7只赢家基金

在基金管理领域，很明显的就是“没什么比成功本身更容易失败了”，这是古老的传统“没什么比成功本身更容易成功”的反语。因为投资的残酷循环——良好的过去业绩吸收了大量的资金，然而管理大量的资金又会使得原本良好业绩产生的原料变味，这个循环对于任何一只赢家基金都不可避免。因此即使如果一个投资者足够聪明或是幸运可以在最开始的时候选中一只成功的赢家基金，然而在他们早期成功之后，通过事后的认识来选择基金很大程度上都是一场失败者的游戏。无论如何，过去30年中残酷的证据都强有力地表明这种请求如同是大海捞针。投资者很显然通过简单地持有一只指数基金，市场本身可以获得更好的收益。

更多残酷的事实

在投资管理行业中，简单地依赖过去的业绩并不有效。过去并不能作为将来的序言，因为基金的表现并不具有持续性。最近有关股票型共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同基金在1983～2003年风险调整收益的研究反映了基金业绩表现事实上完美的随机性。比较第一个10年中前5年和后5年的基金收益率，以及比较第一个10年和第二个10年的基金收益率，我们会得到明显的结论。这三个阶段平均显示在第一个阶段表现优秀的前1/4的基金中只有25%的基金在第二阶段中仍然保持在前1/4的地位，这个概率准确地反映在图12-4中。前1/4的基金中有几乎相同比例的（23%）基金在第二阶段落在了后1/4的行列之中（又一次近乎随机的结果）。在第一阶段表现处于后1/4的基金中，有28%的基金在第二阶段仍然处于后1/4的地位，然而更多的（29%）基金跳到了前1/4的行列之中。

第一四分位数 \ 第二四分位数	1Q	2Q	3Q	4Q	
1Q	25%	27%	25%	23%	100%
2Q	21%	25%	26%	28%	100%
3Q	25%	25%	29%	21%	100%
4Q	29%	23%	20%	28%	100%
	100%	100%	100%	100%	

图12-4 共同基金收益能否持续？风险调整回报的检测

完美的随机性下，会使得基金在随后阶段中被随机地分配到每一个业绩的四分位之中——这16个格子中每一个的数值都应是25%。然而，如同这个矩阵所显示的，现实也是接近与完美的随机性的。没有一个格子的数字要低于20%，或是高于29%。只是简单地挑选过去表现良好的基金最终并不能成为一个赢家的策略。另外，即使当基金跑赢他的同行的时候，他们距离跑赢股票市场指数本身还是有一段距离的。

然而，投资者和他们的经纪人和顾问都相信他们可以找到赢家基金管理人。一个比较流行的方法就是通过晨星评级服务所支持的Star系统。事实上，过去的10年中，流入晨星九类“风格”股票型基金的98%的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金是投入于被授予5星或是4星的基金——晨星公司最高的两类评级的基金（这种评级严重依赖于基金的绝对表现，因此我们也不能指责晨星公司，甚至不能把巨额资本的流入的责任归结于晨星公司。不管是否被授予5星，资本总是追求高额收益的）。

然而，正如晨星最先承认的那样，它的星级评级系统并没有多少预测的价值。历史证实了他们的谨慎。学术研究表明，在基金被授予5星或是4星评级之前所取得的正的风险调整收益（“阿尔法”）在之后通常会转为负的，并且是依据一个很相关的数字。从《赫伯特金融摘要》中取得的数据证实了这个结论。依据他们的分析，在晨星分类中排名顶级的基金往往要在很大程度上落后于股票市场整体的表现。例如，在过去的10年间，这些星级基金每年的平均收益率仅仅为6.9%，要落后标准普尔500指数每年11.0%的收益率整整4.1个百分点。另外，这37%幅度的收益落后竟然是伴随着风险（标准差）同时增长了4%。即使是对于专家来说，挑选一只赢家共同基金都是一项危险的任务。

一个案例研究

因此，对“长期卓越投资”的寻求看起来是一个不可能完成的任务。一本由令人尊敬的分析师查尔斯·埃利斯所著的优秀的新书《资本，长期卓越投资》中，把这个观点阐述得非常到位。[⊖]查尔斯·埃利斯先生把这样的公司描述为拥有完美的专业人士、认真对待交易以及拥有卓越的投资流程。但是即使这些卓越是显而易见的，但是或许是在不经意之间，我们还是被告知了在管理人成就和份额持有人成就之间存在巨大的差异，并且被告诫不要轻易接受过去是将来的序言这个假设。

查尔斯·埃利斯的书是一部有关Capital集团公司的历史，这是一家位于洛杉矶在美国最广受尊重的投资管理人。从公正的旁观者和竞争对手那里得到的赞许，是最热烈的：“有史以来最杰出的投资公司之一”，“我们行业中最好的公司之一”，“最好的投资公司”和“拥有长期投资

⊖ Charles D.Ellis, *Capital* (Hoboken,NJ:John Wiley &Sons,2004).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功的热情的人”。我很同意这些赞美。事实上，自从20世纪60年代开始，我自己也一直在赞扬Capital这家公司（当我还在惠灵顿管理公司的时候，我甚至还试图尝试合并这家公司）。

然而，尽管他们在组织上的正直以及投资上的专注，尽管他们为基金份额持有人提供的收益要明显好于他们大多数的同行，但是Capital公司所获得的收益相对股票市场整体来说很难说是不同寻常的。书上记载了他们的旗舰基金的收益率，the Investment Company of America（ICA）在1973～2003年年均收益率为13.2%，要超出标准普尔500指数11.4%的收益率1.8个百分点。但正如几乎所有基金比较一样，我们同样也忽略了在最初销售时投资者所支付的8.5%的销售费用的影响。对于一个普通投资者来说，这种成本会削减超额收益0.8～1个百分点，这样一个微小的优势在行业里都是令人尊敬的。因为正如我们现在所知道的那样，这个行业一直努力尝试但是最终还是不能超越股票市场整体收益。

当然，也如同所有的比较一样，这种比较是高度依赖于时间的。如果在其他阶段的话，我们会得到非常不同的并且没那么有吸引力的结果。例如，在过去的25年中（1979～2003年），ICA有16年的时间都跑输市场。尽管在这整个时间段中，它是跑赢市场0.7个百分点（14.5% vs 13.8%），但是在扣除消费费用之后，它还是要稍稍落后于市场的年平均净收益率为13.7%。事实上，自从1983年这整整20年间，无论我们选择哪一年开始做比较，ICA的表现都和市场本身非常紧密地贴合，两者的相关度达到惊人的95%（公平点来说，ICA要少些波动，因此当1998～1999年牛市泡沫膨胀时，它要远远落后于市场，而在之后的熊市中要好于市场）。

然而，在这样一个最终收益不能跑赢市场整体收益的行业中，我们为什么不像赞扬一只指数基金那样赞扬ICA呢？首先，因为尽管它是长期投资，但它在税务上依旧不是有效的。例如，在过去的25年中，联邦税务消耗了它年收益中2.5个百分点，对于应税投资者来说，年收益从每年13.7%减少到了每年11.2%。尽管标准普尔500指数也不能有税务豁免，但是它的被动型市场匹配策略在税务方面是相当有效的。在同样的时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段中，指数基金的税务大约消耗年收益中0.9个百分点，使得它税前13.8%的收益率减少到12.9%，税后净收益相对ICA每年领先1.7个百分点。应税投资者不仅仅需要支付高额的基金咨询费用、运营费用和他们购买主动型管理基金时的销售佣金，他们还要支付不同寻常的高额税务成本。

我们吝啬我们的赞扬的第二个原因，正如之前的证据所表明的那样，过去从来都不是将来的序言。这不仅仅是因为“随机漫步”所描述的在高度有效市场中主动型管理人一般所能获取的收益水平。在投资管理上的成功甚至是所谓的成功，都很难被识别；事实上，它总是被吹得天花乱坠。它吸收资金，然后产生一个我们之前所描述的恶性循环。沃伦·巴菲特告诫我们说，“一个鼓鼓的钱包就是超额收益的敌人”，而历史证实了他的智慧。

今天ICA的资产总计达到了660亿美元，相比25年前的13亿美元，这个数字已经是相当巨大了。这种指数级的增长并不会让主动型管理人的工作更加轻松。尽管买卖股票的成本和难度都增加了，但是投资的金额足够巨大到对投资组合产生影响开始缩减。另外，ICA的规模仅仅是冰山的一角，因为这只基金只是这个总规模5 000亿美元的投资综合体的一部分，这个综合体的大多数头寸是由Capital旗下的其他基金和养老金客户所持有的。例如，这个机构现在持有11%的Target Corp和通用汽车的股权，以及Altria、FNMA、摩根大通、Eli Lilly、Bristol-Myers、陶氏化学、泰科、德州仪器和Fleet Boston的7%到10%不等的股权。Capital公司所管理的资产规模的迅速增长是否会妨碍到公司把过去的业绩作为将来序言的能力，只有时间能够回答这个问题了。

主动型管理基金的学术基础

先让我来总结一下我所见过的指数化的基础：即使有效市场假说不成立的话，成本重要假说依旧是恒真命题，这个在共同基金行业更加重要，因为所有的成本都要被消耗掉。而残酷的现实告诉我们，优秀管理的稀缺性要远远超过我今天所引用的例子。并且因为优秀而带来增长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长又会带来较差收益，这样的恶性循环已经变成了不变的真理，几乎没有任何管理人足够勇敢和严谨去公然反抗它。而一般的基金组合经理平均在职年限要少于5年，这就意味着对于一个长期投资者来说，不仅需要找到一个优秀的基金经理，还要去猜测他任职的年限。并且按照现有的令人震惊的基金退出率，意味着在未来十年中将有50%的存活率，这对指数化来说又是锦上添花。

那么什么才是主动型管理的学术基础呢？尽管我曾看到过有些基金管理人在扣除成本之前可以提供跑赢市场的收益，但我从来没有看到过在扣除服务成本之后，基金管理人作为一个群体可以跑赢市场的，也从来没有看到过任何类型的基金管理人（例如说共同基金管理人）可以跑赢市场的。那么主动型管理的拥护者究竟指向什么呢？他们自己！“我们可以做得更好。”“我们曾经做得更好。”“购买我们做广告的（一定会表现优秀的）基金吧。”那么，最终显示，主动型管理背后的想法被证明并不是一个伟大的想法。它的支持者们仅仅提供了很少一部分过去的良好业绩支持，就给未来作了美好的承诺。

可惜的是，事实上，有一个伟大的想法可以被毫无反驳地概括出来。成本是一个和未来投资成功高度相关的统计指标。成本越高，收益越低。股票型基金的费用率与股票型基金的收益率之间存在着−0.61的负的相关系数。在基金这个行业中，你不用支付的部分你就赚到了。

如果我们简单地把基金分成四等分的话，这个相关性将更加突出。在2003年11月30日之前的整整十年间，最低成本的1/4基金提供每年平均10.7%的收益率；第二低成本的1/4基金，9.8%的收益率；第二高成本的1/4基金，9.5%的收益率；最高成本的1/4基金，7.7%的收益率——最低成本和最高成本之间的差异足足有3个百分点，这相当于年平均收益率增长了30%！这样的情形在不同的时期，以及不同的管理人风格或是市值下都统统成立。但是，因为指数基金在行业中的成本最低，主动型管理人没有任何动机成本和价值之间毫无疑问的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化的时代和环境

过去明显的记录，以及对现在的理解，再加之意识到今天成功的管理人未来的收益也是不可预测，这一切使得寻找打败市场的圣杯的行动不可能有结果。正是对现实的认识，给指数化带来了惊人的繁荣与增长。然而，请不要认为我一直很松懈而停滞不前。我一直把作为指数化的传道先驱者作为自己的使命，不仅因为自满是一种不健康的态度以及骄傲使人失败，而且还有另外三个原因：第一，指数化还没有完全履行它的承诺；第二，我们完全破坏了指数化的概念，在它原有的长期投资工具（“基本的指数化”）的完美角色中又添加了短线投机工具（“边缘的指数化”）的新角色；第三，还没有足够多的投资者接受指数化所带来的非凡价值。

指数化之前的承诺是反映在1976年6月《财富》杂志上的一篇文章中的，当时正是我们启动第一指数投资信托的时候。这篇文章由记者A.F艾尔巴（A.F. Ehrbar）执笔，题目叫做《指数基金——谁的时代将要到来》，文章总结道：“指数基金现在威胁到要重塑整个资金管理世界。”然而，在大约30年之后，尽管指数化的影响已经非常巨大了，但是它还是没有能够重塑这个世界。这个失败在共同基金行业是最令人绝望的，行业中主动型基金管理人们大多数都遗忘了他们本应从指数化的成功中所吸取的经验。

指数化成功的原因来源于简单的本质：①尽可能广泛的分散，常常要包含整个美国的股票市场；②关注长期投资，拥有最小的，而是事实上是正常的换手率（比如说，每年3%～5%）；③最低的成本，没有咨询费用和消费申购费用，以及最少的运营费用。然而，整个基金行业并没有为这样的成功所鼓舞，相反却选择了视而不见。

想想今天的3 700只基金中只有500只基金被认为是高度分散化和以最广泛的市场为导向，买入并持有。那么剩下的3 200只基金则是相对狭隘的风格，或是关注专门的市场板块，或是国际板块，或是某一个国家，所有购买的股票在将来的某一天都会被售出的。这些基金组合的换手率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1975年第一只指数基金产生之时就已经达到了令人震惊的37%，而今天则在100%左右徘徊。

对于想寻求累积资产的投资者来说，尽管基金的成本根本上代表了成功和失败的差距，但是当指数基化基金费用下降的时候，普通基金的成本却提高了。我们的标准普尔500指数基金的初始费用率是0.43%，而同期股票型基金的费率为1.40%。今天，指数基金费用率只有0.18%或是更少，而股票型基金的平均费用率却升至1.58%。如果加上换手成本和销售佣金的话，基金平均的总成本至少为2.5%，这也就意味着指数基金每年有2.3个百分点的成本优势。

然而，很明显的是，先锋的主动型管理基金却从指数基金的成功中学到了很多。事实上，根据《投资组合管理杂志》⊖上的一篇研究，由于支付给外部管理人较低的咨询费用，相对较低的组合换手率以及合理的虽然有时候有些不规则的挑选基金经理上的成功，这些基金实际上自从指数基金成立依赖是跑赢我们的指数基金的（然而，如果考虑税后收益的话，或是如果研究的基点是从1989年而不是1976年开始算起的话，指数基金的表现则更加优秀）。尽管我不同意研究作者的观点，他们建议我应该在我们的主动型基金而不是指数基金之上投资更多，但是我还是认为指数基金和主动型管理基金成功背后所隐含的原则是值得尊敬的。

一个伟大的想法被扭曲了

我第二点担心是认为指数基金最原始的想法（低成本持有整个美国的股票市场到永远），已经被模糊和败坏了（见图12-5）。依赖长期投资的智慧这样一个核心的想法，正在被短期投机的愚蠢所腐蚀。并且指数基金便是这种腐蚀过程中最主要的工具之一。为什么？因为“指数基金”这个词的意义如同“对冲基金”一样，被我们任意扭曲了。

⊖ Kenneth S.Reinker and Edward Tower,"Index Fundamentalism Revisited," *Journal of Portfolio Management* (Summer 2004).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	买入并持有	买入并售出
广泛市场指数基金	96只基金 2 970亿美元	13只基金 900亿美元
专门化指数基金[①]	21只基金 170亿美元	203只基金 1 540亿美元

图12-5 “妈妈，看看他们都对我的歌做了些什么？”

——2004年股票型指数基金

① 广泛国际市场基金被放在左侧，板块基金被放在右侧。

除了109只同一系列广泛市场指数（标准普尔500指数，威尔夏整体市场指数，罗素3000指数）挂钩的指数基金之外，市场上还有224只指数基金是细分市场指数所挂钩的——小盘成长股、科技股，这些基金买入股票是为了将来售出的（我得承认，无论好坏，我也参与创造了细分市场的指数基金——增长型，价值型和小盘股型。然而，今天的细分市场基金在范围上要比当年狭窄很多）。

大多数指数基金市场的扩张是来源于“交易所交易基金”（ETFs）的形式，这种基金本质上是设计来在股票市场上交易，常常是每天都可以交易，甚至是每分钟都可以交易。ETF指数基金的资产现在总计1 500亿美元，是所有指数共同基金总资产5 500亿美元的1/4。交易那些专业化基金看起来很合理，因此他们中的118只基金变成了ETF的形式，总计资产600亿美元。然而，令我感到惊奇和失望的是，ETF所交易的最主要的形式不是那些狭窄的细分市场基金，而是广泛市场指数基金，包括标准普尔500指数“Spiders”和iShares，纳斯达克指数的“Qubes”，以及道琼斯指数的“Diamonds”。正是这类指数基金统治了这个领域，目前资产合计900亿美元——指数基金由之前的买入并持有转变为现在的买入到卖出。

“买入到卖出”几乎一点都不夸张。ETF基金现有的换手率让我都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难以置信。每天，Spiders 80亿美元的成交额，Qubes年化的换手率达到3 000%，这意味着持有期限只有短短的12天（普通的共同基金换手率目前在40%左右，这么高的换手率已经有点投机的味道了）。ETF异乎寻常的换手率应该已经不太让人感到吃惊了，然而，Spiders的发起人竟然用这样的话来宣传他们的产品："现在你可以全天交易标准普尔500指数了，实时交易了。"（就此我想问了，"究竟哪个疯子会这么做？"）

因此，游戏的规则变得越来越糟。之前简单的广泛市场指数基金，曾经被用心设计来作为长期投资最伟大的工具，现在已经被用做短线投机的用途。另外，还有那些本来就设计用来短线投机的专门化的指数基金。请不要误会我：认为ETF还是一个有效的投机工具，把它们作此用途的话一定要比短线投机个股来说更加明智（风险较小）。然而，高成本、税务上无效并且反生产性的投机到底有什么好处呢？我是绝对相信，长期投资才是完美的赢家策略。

我们还需要知道些什么

我的第三点担心来自于，对于指数化所有的进展来说，它所取得的仅仅是它那些投资优点应得成功的很小一部分。如果异端邪说变成了正统的教条，那么为什么指数化并没有变成金融领域里更重要的一部分呢？是的，目前指数化共同基金的资产规模总计达到5 500亿美元，大约占所有股票型基金资产的15%。是的，投资者在过去的3年中总计投资指数基金1 300亿美元，占流入股票型基金总现金流的35%。

但是，美国家庭目前总计持有8万亿美元的股票资产，这就意味着几乎7.5万亿美元的资产没有被指数化。指数基金在个人股票投资中所占的份额要远远小于养老金基金。然而，指数基金的成本优势在高价基金市场上要比在养老金市场上更加明显。如果美国更愿意依赖于个人退休金和节约计划而不是公司的养老金计划和社会保障的话，美国公民的退休储蓄将会少很多。为了让投资者更多地接受指数基金的优越性从而使得指数基金能够获得他们应有的认可，我们还能够做些什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就我个人而言，并不认为我们需要更多的信息。然而，问题并不是很容易就能够解决的。基金行业如同保险行业一般，是一个市场营销的生意。这两个行业都需要支付高额的营销费用。“（几乎）所有的钱都给了投资者！”当然，越多的钱给了投资者，那么管理人、营销者、经纪人和广告商所构成的支持整个金融中介世界的营销系统所得到的钱就越少。因此我们需要夜以继日地工作，来让“严肃金钱”的投资者意识到他们真正需要的是指数基金。

结论

我今天所讨论的问题可以得到很多教训。大体上来说，我认为，尽管创新离不开幸运，但是它同样也离不开学术原则和测定。我还认为简单的想法往往让一些复杂的概念更加有效。当你在商业世界中闯荡时，奥卡姆剃刀（“当面对同一个问题的不同解决方案时，选择最简单的那个”）是值得考虑的。

我希望你们也能够注意到，对于一个好的创新是有可能画蛇添足的，在这里，一束可爱的覆盖总体市场指数基金的百合花是不需要任何的装饰的。我也希望你们能够注意到，有一些强大的力量更愿意在指数基金影响到它们的收益之前把指数基金扼杀掉。那些力量唯一的武器就是在兴盛时期他们成功基金的纪录，并且暗示这种成功仍旧会延续下去，当然你现在知道这几乎不会发生。最重要的是，我希望我不仅解释了指数化背后的普遍的数学逻辑（毛收益减去中间成本等于净收益），更呈现给大家一系列残酷的现实证据来使得即便最怀疑不信的你也会相信指数化是一种很好的投资策略。

现在从个人的角度考虑一下吧。一个指数基金在40年的时间里会为你的退休金计划带来哪些不同呢？让我们来假设将来股票的长期年化收益率是8%。如果我们假设共同基金的成本还维持在现有的每年至少2.5%的话，共同基金的平均年化投资收益率为5.5%。如果你每年投资3 000美元，维持40年的投资按照这种延期纳税的复利计算方式计算，直接的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场投资会涨到84万美元，运用指数基金投资与此相差无几。而你如果通过主动型共同基金投资，仅仅产生430 000美元的投资收益，这仅比市场收益的一半稍微多一些。

从另外一个不同的角度来看，你的退休金计划在扣除成本之前收益为840 000美元，之后你却捐赠了410 000美元给共同基金行业。你只保留剩下的部分——430 000美元。金融系统消耗了48%的利润，而你仅仅收获了52%的利润。然而，是你提供了100%的初始投资成本，金融行业可没有投入一分钱。面临这样的问题，一个聪明的投资者怎么会认为这种分配是公平的呢？问这个问题的目的只是为了回答它："这不公平。"

因此当你开始你的职业生涯的时候，当你开始经营自己的家庭的时候，当你开始为将来的保障做储蓄而考虑40年或是50年之后你退休时的养老金的时候，我非常直接地推荐你把总体市场指数基金作为投资股票的主要工具，并且成本越低越好。如果你这么做的话，正如萨缪尔森博士所写道的那样，你就将"羡慕你的乡下邻居，尽管同时在这种多事之秋你要比他们睡得踏实得多"。

最后，对于你们中所有想在投资管理领域寻求职业发展的人，我送上一句话。请不要被打败市场这种明显小概率事件所吓倒。而是应该从指数基金的成功当中学到些什么，尽管很少有基金经理这样做到。正是对长期投资的关注，广泛的分散化以及低成本在过去这些年中成就了指数基金；而那些从有效市场假说和成本重要假说中学习了的主动型管理人们，将最有可能去赢得那个输家的游戏，或是至少为他们的客户在将来提供一个不错的长期收益。因此无论你在你的投资生涯中从事什么工作——事实上无论你用哪种方式去努力完成你所谓的事业，你永远都应该把你的客户放在第一位。把服务他人摆在服务自己的前面，这不仅仅是成功的必要组成部分，更是美好生活的黄金法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第13章

中流砥柱[⊖]

大约30年前，1975年12月31日，第一只指数共同基金成立。成立之初，它自豪地以“第一指数投资信托基金”自称，现在该基金被称做先锋500指数，是世界上最大的共同基金。

自从多年前第一只指数基金成立，指数型就伴随着那个时代到来。现在作为投资语言的一部分，“指数基金”已无须太多解释；它在学术界得到了几乎普遍的认可，并已建立了标准——“最低预期资本回报率”，如果愿意的话，主动型基金的投资表现也可以此为标准来衡量。

此外，指数型改变了投资者的行为。华尔街的研究报告用过时的词汇，如“买进”，“卖出”或“持有”来对它推荐的公司进行评级。今天，对于标准普尔500指数中的一只股票是应该“超配”或“平配”或“低配”，是一种以指数为导向的投资建议。指数型催生了一个价值几千亿美元的“增强型指数”（数量型基金）行业，它主要基于计算机驱动交易策略。其目的是通过对指数中个股的权重和组成常常进行小的或细微的调整从而跑赢指数，使市场风险稳定可控。

指数型也迫使共同基金经理持有大盘股投资组合来使他们偏离市场

⊖ 文章改编自2005年12月7日，在亚利桑那州凤凰城的指数化超级碗中所做的演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报的风险最小，这能更好地稳定投资者的现金流——本质上，这是一个营销策略。在100家最大的股票基金中，3/4基金与市场的相关系数都在0.90以上，其中1/4在0.97～0.99。（我们称这些基金为“封闭式指数基金”）。

更重要的是，尽管几乎从来不提的一点，指数型使整个投资界，包括投资服务相关的买家和卖家，意识到成本的重要性。中介费，事实证明，是共同基金未来相对收益唯一可靠的预测指标。（不，过去的表现无法预测。）同时，指数型终于迫使我们睁开双眼，看到为我们服务的金融机构的愚蠢，更为重要的是看到那些把自己辛苦赚来的钱投给这些机构的投资人的收益如何。可以说，指数型改变了我们对投资的看法。

指数型基金的诞生

这不是什么秘密，也不难想象第一个指数基金诞生有多么艰难，而且其初期的日子也很难用成功来形容。事实上，如果没有诺贝尔经济学奖得主保罗·萨缪尔森的推动，可能还要花好多年才能诞生“第一指数”。1974年秋，在一篇发表在《投资组合管理》期刊上的文章“对判断的挑战”中，萨缪尔森博士要求那些不相信一个被动的指数将跑赢绝大多数主动型基金经理的人出示“无情的证据”来驳斥自己。他恳求有人在什么地方至少建一个内部的投资组合来追踪标准普尔指数。⊖

我很快就接受了这一挑战，来检验这一无情的证据。在研究了1945～1975年股票共同基金的记录后，我发现他们始终未能战胜市场。我的研究使新成立的先锋集团董事局相信并批准成立了指数基金。当在邮箱里收到了第一个指数型基金的招股书，萨缪尔森博士兴奋异常。1976年8月，在他的新闻周刊专栏中，他高兴地宣布：“我想很快，我

⊖ 我的灵感还来源于以下的文章：查尔斯·埃利斯的《赢家的游戏》，发表在《金融分析师》杂志（1975年7月/8月）和（尽管我若干年之后才读到它）伯顿·马尔基尔的经典著作《漫步华尔街》（1973年）。在我们指数基金成立若干年后，伯顿·马尔基尔博士加入了先锋集团董事会，并一直特立独行地服务至今。在2001年，受人尊敬的埃利斯先生也加入了先锋的董事会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的预言就会得到证实。”

但是，对新想法的欢呼声却并不多。该指数基金首次发售时计划募集1.5亿美元，最后仅募得11 320 000美元。在1969～1975年，它超越了70%以上的股票型基金的年均收益之后，该指数的年均收益回报在1977～1979年下降到了第22百分位，进入新基金的现金流已极少。难怪该基金被称做“博格的闹剧”。

反对者们滔滔不绝、不屈不挠以及自信满满。富达的爱德华·约翰逊三世不能“相信那么多的投资者能对只获取平均收益而表示满意”。国家证券与研究公司的一个基金经理主管断然反对任何只追求平均数的想法，问道：“谁希望给自己做手术的外科医生不是一流的？”另一位评论者，剖析指数的概念，敦促应追求卓越：“没有人能摘星时身上只沾上一撮灰尘。”那时流行海报称指数基金“非美国化”并敦促他们清盘，越快越好。

30多年后的今天，评判者看到约翰逊先生的富达于1988年加入指数型基金行列，而现在它管理着近500亿美元的指数资产。因为渴望比竞争对手更成功，该公司最近下调了它的指数基金费率比，只有10个基点（千分之一）。National Securities当年不想运作市场指数基金，而到了1993年，它的基金仍然在拖市场的后腿，最后不得不清盘。至于在投资界“摘星”是否不包括失败，当第一指数成立时有333个基金，现在其中114个股权基金，超过总数的1/3，在吃了一肚子的灰后倒闭了。而第一指数基金不仅没被清盘，现在又增加了362个同伴，其中包括“全美”基金经理如美林公司，T. Rowe Price，Dreyfus，Scudder和摩根士丹利。

坚定的支持者萨缪尔森博士通过比较的方式仍在推行指数型。他用从第一指数获得的回报资助了他六个孩子的教育，并且他仍呼吁拥护指数型。仅仅三个星期前，在波士顿，他以91岁高龄在一群投资专家面前发言，他声称多年以前第一指数共同基金的诞生与车轮和字母的发明同等重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开局艰难

在初期对指数型认知的过程异常缓慢。但我们的承诺从未动摇，最终我们的耐心得到了回报。第一支指数投资信托基金（后在1980年更名为先锋指数500）的资产在1987年越过5亿美元关口，并向10亿美元前进。我们扩大了我们指数型的范围，为机构投资者组建了第二只500指数基金，一个完全的债券市场指数基金以及一个扩展市场指数基金（能使投资者覆盖其余的20%美国股市，加上标准普尔500指数就能覆盖整个市场）。1992年，我们成立了首只总体市场指数基金。凭借此举，以整个市场为参照来谨慎持有股票的这个基金，其资产在1993年达到了250亿美元，1997年达到了500亿美元，1998年达到了1 000亿美元，现在总共有2 180亿美元。

由于总体市场指数型概念的兴起，我们在1986年组建了业界第一个“增强”型定量指数基金（它后来改名为先锋定量组合，忽略差异的话，从成立以来，它实际上年均已跑赢标准普尔500指数约30个基点）。除了主要市场的指数，我们还增加了其他指数基金，如1989年成立的小盘股指数基金；1990年成立的欧洲和太平洋指数基金（以及后来的两个泛国际股票指数基金），以及在1992年成立的成长型指数基金和价值型指数基金（标准普尔500的每个板块），一个均衡型指数基金和三个固定到期的债券指数基金；在1994年成立了一系列以三个指数为基础的税收管理基金，其后是四个配置不同比例债券和股票指数的“长期策略”基金。最近，我们成立了一系列以四个指数为基础的“到期目标”基金，它因投资者的退休日期临近而逐步减持股票。

先锋目前仍然是最大的指数共同基金管理人，现运营着大约42个指数基金，3 850亿美元的资产。然而，与巴克莱全球和道富全球管理的机构指数账户相比，我们的指数型资产仍显苍白。后两者通过指数策略管理的账户都超过了1.2万亿美元。目前指数型基金经理管理着大约2.2万亿美元的股票，9 000亿美元的债券，1.1万亿美元的全球股票和债券，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 000亿美元的增强型指数策略产品。总而言之，指数型基金的资产价值大约为5.2万亿美元[⊖]，其中3.2万亿美元为美国股票，它代表了我们股票市场总市值的20%。

中流砥柱：指数基金

我认为萨缪尔森博士在第一个指数型共同基金的创立上功勋卓著，我也不太确定他是不是太慷慨。但我承认指数型在我一开始就列举了的那些方式上改变了投资界。我的信念与我几个月前坐在教堂里听到的某些东西如出一辙，关注于（我认为）在精神层面令人振奋的东西，而不仅仅是投资策略。这些话来自于一首诗：匠人们丢弃的石头已经变成了中流砥柱。

因此，“中流砥柱”是我今天演讲的题目以及言论的基础。首先我将讨论经典指数策略的显著成就，其次讨论最近投资界一个奇怪的指数化新方向。

让我通过仔细定义“指数基金”这个术语作为开始：指数共同基金被设计为通过以股票的资本市值为权重值来持有市场中的权重股，这种简化后的基金将整个股票市场的回报减去名义成本费用后百分之百地返给投资者。30年前，这个定义是标准普尔500指数的完美反映，我们选择标准普尔500指数作为第一指数投资信托、现在称为先锋500指数基金的跟踪基准。（500指数代表了美国股市市值的80%）今天，道琼斯威尔夏总体股票市场指数更有效，它在更广泛的标准上代表了百分之百的市场。有一天它可能会作为主要的指数基金载体超越500指数。

对于我来说，以前指数型被投资界毫不留情地拒绝的日子历历在目：以标准普尔500综合股价指数作为衡量，设计并创立基金来跟踪股票市场本身的收益和风险。让我们称其为经典指数基金。

⊖ 包含了公司养老金，州以及当地养老金基金，这些基金在“内部”指数策略下管理了大约5 000亿美元的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经典指数基金

经典指数基金的特点是：通过尽可能广的分散投资，持有尽可能长的时间，以尽可能低的成本运作，从而确保金融市场能慷慨提供的投资回报中尽可能高的那部分。

在经典指数基金的简单定义中所反映的投资理念没有辜负它们自己的承诺。[㊀]经过最初几年的困难时期，被动型先锋500指数基金所取得的收益与我们的预期相符一般基金都会有一些成本包括咨询费用，经营费用，销售费用，组合换手成本，以及完全投资于股票可能由失败带来的机会成本。因为不包含这些成本，被动型先锋500指数基金超过了主动型共同基金的平均收益。

指数型的胜利

典型的指数型如何运作呢？实在美妙。根据从1980年12月到2005年12月的记录，在这25年间，先锋500指数的年复合收益率为12.2%，相比之下，股票基金的平均收益率只有9.9%。[㊁]假设开始时各投资1万美元，在此期间指数基金投资的盈利为16.25万美元，而股票基金的平均盈利仅为9.5万美元，比指数基金低40%。

被动型指数基金多出的2.3%的点差可能要归于主动型股票基金多出的年均成本，包括：1.5%的总支出（包括一些递延销售费用），大约0.4%的前端销售费用，至少0.8%的隐含组合换手成本以及0.4%的机会成本。[㊂]

这不是要把病快快的主动型基金置于死地，但实际情况是，指数基金的优势在不断扩大。当调整同期通胀之后他们的年投资收益都下降了3%（主动型实际回报6.9%，指数型实际回报9.2%），现在当我们再计算

㊀ 养老金基金投资者从经典投资的最优税收效率中不能得到什么收益，但是对于应税投资者来说则收益巨大。

㊁ 资料来源：Lipper。平均股票基金的总报告收益率为10.8%，其中我们减去了大约0.5%的销售费用和0.4%的生存者偏好，得到净收益率为9.9%。

㊂ 资产中5%持有现金，收益率为5%，而股票收益率超过12%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复合回报时，主动型与被动型的差距就达到了惊人的地步。指数基金1万美元的实际盈利为7.8万美元，而主动型基金1万美元的盈利仅为4.28万美元。

主动型基金的累计实际收益只有被动型的55%。被动型的收益无须你花费太多，只需被动地持有股票市场本身，通过尽可能广地分散投资，持有尽可能长的时间，以尽可能低的成本运作，从而确保得到金融市场能慷慨提供的投资回报中尽可能高的那部分。以最低的成本购买美国企业并永久持有，这就是指数型的全部秘密。而且它成功了！

（我需要指出的是，指数型的胜利不仅是一个股票基金现象。在共同基金行业的其他主要领域，被动型的胜利也同样明显。先锋债券指数基金现在已经有将近20年的历史，19年中有12年它超过了同类别主动型的平均水平。还有，先锋平衡指数基金在12年的历史中有10年超过了它同类别主动型的平均水平。是的，指数型成功了。）

现在我们都是指数型投资者了

那么，也许有人会问，那个“被匠人们丢弃的石头”（30年前那个最初的指数基金）是不是已经变成了今天聪明投资策略中的“中流砥柱”了。我是指数基金的既得利益者，所以不要用我的话来证明什么。听听沃伦·巴菲特，听听哈佛、耶鲁捐赠基金的超级明星杰克·梅耶、大卫·史文森怎么说。也不要只听保罗·萨缪尔森，而是包括（就我所知的）其他每一个美国诺贝尔经济学奖得主怎么说。问问教你的金融学教授推荐什么，问问他们如何投资他们自己的钱。几乎毫无例外，这些投资者和学者们都证明了指数型作为核心投资策略的正确性。所以结论是：我们都是指数型投资者了。

但是，当你想想看，我们大家始终都是指数型投资者！也就是说，所有投资者一起始终持有市场组合。这个命题是不成立的。但问题是，简单来说，个人投资者在不断买卖其成分股，并且因为这些累积的成本而落后于大盘。洗牌的最终结果是：市场投资组合不变，但协助交易完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成的经纪人和经销商赚得盆满钵满。在如今的金融体系中，金融中介机构拥有所有股票的68%，投资者不直接交易，绝大部分交易间接通过同样从事这类疯狂交易的养老基金受托人和共同基金经理等代理人来完成。而这多出来的另一层成本变成额外的市场收益给了他们自己。

我们并不知道这些代理商到底拿了多少。但是根据美国证券交易委员会的报告，我们可以估算经纪交易商的收入去年大约在2 500亿美元；共同基金的顾问费用，经营费用和销售费用合计大约750亿美元；养老基金费用150亿美元；对冲基金的费用目前估计在400亿美元的水平；财务顾问的薪水大概100亿美元；变动的年金手续费大概100亿美元。以通常的水平估计，系统里远不只这些中介商。中介费就超过了4 000亿美元，每三年里就有1万亿美元流出投资者的口袋！想想半世纪前出版的一本书的标题“客户的游艇在哪里？”我们现在知道为什么那些在港口里的游艇很少一部分属于在股市赌场里的客户了吧；因为他们大多数都属于经营赌场的那些人。

指数型中的新浪潮

是的，有新玩意。随着指数基金占股票型共同基金的资产份额从1988年的不到1%增长到1996年的5%，到1999年的10%，再到目前的15%，指数基金的特点一直在变化。经典指数基金的资产增长突然出现停滞，或许是因为他们也遭受了从2000年3月到2003年10月市场骤跌50%的崩溃，以及随后温和地复苏。这并不奇怪。今天的股市仍略低于1999年年底的水平，即使把股息也考虑进来，总收益依然很小，如果是正的话，也就一个百分点，这还远不足以使在上个牛市里冲入指数型（例如，股市）浪潮里的投资者们垂涎三尺。

这5%份额的增长，确切地说，是指数型基金市场份额增长了50%，完全是由于一种新的指数型基金——ETF的崛起。最大的ETF仍然是Spiders（Standard and Poor's Index Depository Receipts，标准普尔指数存托凭证），用他们的广告语来说，就是使人们能够“全天实时交易标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准普尔500指数”。sSpiders和类似的ETF当然也和先锋500指数一样代表了同样广泛的市场组合。但是，现在一整套专门的指数基金也加入了这些经典指数基金的行列，它们跟踪各个细分市场，从成长股到价值股，从大盘股到小盘股，还比如工业板块、房地产板块、能源板块、技术板块等，以及分散的国际板块，当然还有特定国家的类型。

但这些是真正的指数基金吗？那么，先让我们称这种新型指数基金为新贵⊖，并且看看他们是如何满足我们先前定义的过去经典指数型基金成功的四个条件（见表13-1）：

表13-1 指数策略比较

	典型指数基金	新型指数基金	
		板块指数交易	专业化指数
最广泛的可能性分散化	是	是	否
最长的投资时间	是	否	罕见
最低的可能性成本	是	否①	否①
最高的可能性份额市场收益	是	未知	未知

① 包括交易成本。

如果原来指数型的模式是长期投资，那么使用指数型基金作为交易工具就肯定可以被称为短期投机。如果原来的模式是尽可能广地分散化投资，那么持有市场某个具体板块，甚至一点也不分散投资的话，就远不能算多样化了（公平地说，多元化全球市场基金满足“广泛的”或“专业化”）。如果原来的模式成本最低，很显然，当持有市场板块指数基金时的成本就要包括当持仓从一个板块换到另一个板块时产生的大量经纪佣金、买卖价差以及市场冲击成本了。

我也被在一个基金经理被另一个基金经理替代期间去暂时持有ETF的想法逗乐了。假设上一个基金经理未能战胜市场，我们要求下一个基金经理在过去战胜了市场，因此将来也期望他将战胜市场。那么在雇佣

⊖ 我理解我自己一直被公认为在推销封闭指数基金的概念。然而经典指数基金和指数基金新贵是否能够并驾齐驱，通俗点说，只有时间能够告诉我们了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到这个新的基金经理之前，在过渡期，退休基金将持有ETF来获取市场回报。这种事情会发生吗？谁知道？但这种可能性并不被看好。从指数型基金换到一个新的主动型基金经理，即使是暂时性的，也肯定是一个愿望胜于实践的典型案例。

Spiders vs 板块

ETF股份每天的交易额让人吃惊。Spiders的年换手率达到了大约4 000%，与之相对的是原来指数基金微不足道的15%。Qubes的年换手率为4 700%。虽然这只是猜测，Spiders大概20%的资产（约120亿美元）由长期投资者持有，剩下的由套利商和做市商持有，他们大量使用卖空和对冲策略。虽然更专业化的基金换手率要低得多，一般在200%～400%——这仍是主动型股票共同基金30%换手率的很多倍（依我看，这种比较本身就过度了）。

然而最近的趋势表明，Spiders类ETF仅勉强维持，而专业的ETF则爆炸性增长。从2002年以来，泛ETF吸收了30亿美元的投资，而后者吸收了880亿美元（360亿美元全球和特定国家基金，260亿美元的风格类资金，和另外260亿美元的板块基金）当然，每种情况下，流入增加与相关市场的收益上浮有关（全球140亿美元，日本80亿美元，能源板块40亿美元，黄金35亿美元）。“我对在这里发现‘追逐收益’感到震惊！”（注意，现在非ETF指数基金的一小部分，即810亿美元中的210亿美元，目前也流向了经典指数模型。这不是一个好迹象）。

该记录清楚表明ETFs大量被用于投机，或者通过市场本身的闪电交易（“实时的”）或通过将钱从一个板块或风格转移到另一个板块或风格，尽管是以较慢一些的速度。毫无疑问，我承认在ETF上投机比在个别股票上投机更为明智。但为什么要投机呢？投机永远是一个失败者的游戏，一部分原因是我们的情绪往往会带领我们走向错误的方向（例如，着眼过去来预测未来的业绩，痛苦的是它也并不成功）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4E

我承认，如果使用得当的话，ETF也有优点。它们能使投资者对整个市场或某个细分市场板块做长期的下注，或者对持有单个股票太过集中的组合分散化。但是在市场驱动的共同基金行业中，“新产品”的出现往往是被用来为基金经理赚钱（例如增加管理的资产额，从而增加咨询费及佣金），而不是为了服务投资者。即使事实上，以时间加权计算，这些新产品提供了稳定的回报，但是，它们更易于产生以资产加权计算的微薄回报，仅在产生高回报之后使投资者有购买倾向（做市商同时也有卖出倾向）。某基金公司的高管急切地想建一个ETF的资产组合，引用他的话说“对于大多数人来说，板块基金没什么特别意义”，质疑ETF热潮存在的理由是没什么原因的。

经典指数共同基金是机构投资里的那些匠人们多年前丢弃的石头；这些石头也已成为中流砥柱。而现在新品种的ETF指数基金新贵被交易员、投机商和那些认为自己可以选出领先市场板块的投资者更频繁使用。这两者之间的差异简单来说就是：这是长期投资策略和短期交易策略的差别。我不认为这对投资者有好处。如果巴菲特与我号召的4E是对的话——“股票投资者最大的敌人是开销和情感”——我敢说，在这场信仰之争的分歧中谁是最后的胜者就没什么悬念。它一定是经典指数基金。

因为原始经典模式的最后精髓保证，甚至是无形中已经确保实现整个股票市场的回报；而事实上交易ETF的投资者，在面对选股的挑战，时间风险和额外成本之后，对他的投资回报与市场本身的回报是何种关系仍完全不清楚。ETF走向了与原来的指数基金不同的方向，虽然今天他们是指数投资的先锋。但我想知道，“他们都对我的歌做了些什么呀，妈妈？”（答案，根据歌词是说：“他们已经把它系在一个塑料袋里，然后把它颠倒了一下。”）还有，可以肯定的是，当我早先提到的指数型的可畏使徒们递上他们强有力的签注时，发现原来不是他们唱的那个老调子，而是他们哼的后来也鼓掌欢迎的原先那首歌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者如何选择

在板块间交易的共同基金的回报与他们股东或者所有者拿到的回报之间有一个重要的区别，而这个区别已经证明给投资者的财富带来了危险。无论每个板块的ETF本身能赚多少，这些ETF的投资者将很可能仍落后于这些利润。有大量的证据表明最热门的板块基金是那些最近享受了最可观短期收益的基金，而这种“事后的”的热门只是一个失败的投资秘诀而已。

我通过数据看到了证据，并且也看到了第一手资料。而且我承认风格型指数基金的壮大有属于我的那部分责任。当我们在1992年创立业界第一个成长股指数基金和价值股指数基金时，我相信前者会被追求税收效率并愿意承担更多风险的年轻投资者持有，后者则被追求更高收入并希望降低风险的年长投资者持有。唉，最初的想法虽好，但接下来的事实却是残酷的。随着他们被引进来，可以想象的是追逐收益的例子又重演了。

股市在1993～1997年相对平静，价值股和成长股的回报类似。然后，成长股抛下尘土中的价值股，在“新经济”泡沫中开始起飞，在2000年年初达到顶峰，涨了70%。“我死之后，管它洪水滔天！”当开始向均值回归时，成长股在2002年里暴跌。今天成长股指数基金和价值股指数基金在整个期间的累计回报大致相同。

在20世纪90年代中期市场相对平静的日子里，投资者对两种基金风格的兴趣大致相等。但在随后的泡沫中，投资者往飙升的成长股指数基金里注入了110亿美元，是往稳定的价值股指数基金里注入的28亿美元的4倍。可在此之后，投资者兴趣又发生了转变，净赎回了10亿美元的成长股基金，净购买了大约10亿美元价值股基金（见图13-1）。

从1993年开始，以标准时间加权来计算，这两种基金取得的回报大致相同—成长股每年10.2%，价值股每年10.7%。然而，如果以两种基金投资者之间相反的持有时间理念和选择股票的理念来算，结果则远没有如此接近。成长股指数基金投资者平均的美元加权回报每年只有可怜的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

0.7%。价值股指数基金的投资者则要好些，他们的回报是每年7.1%，但仍然年均落后价值股指数3.4%。从1993年开始，以时间加权计算，两个指数基金的复合收益率都达到了220%，但成长股指数投资者只赚了9%，而价值股指数投资者赚了130%。

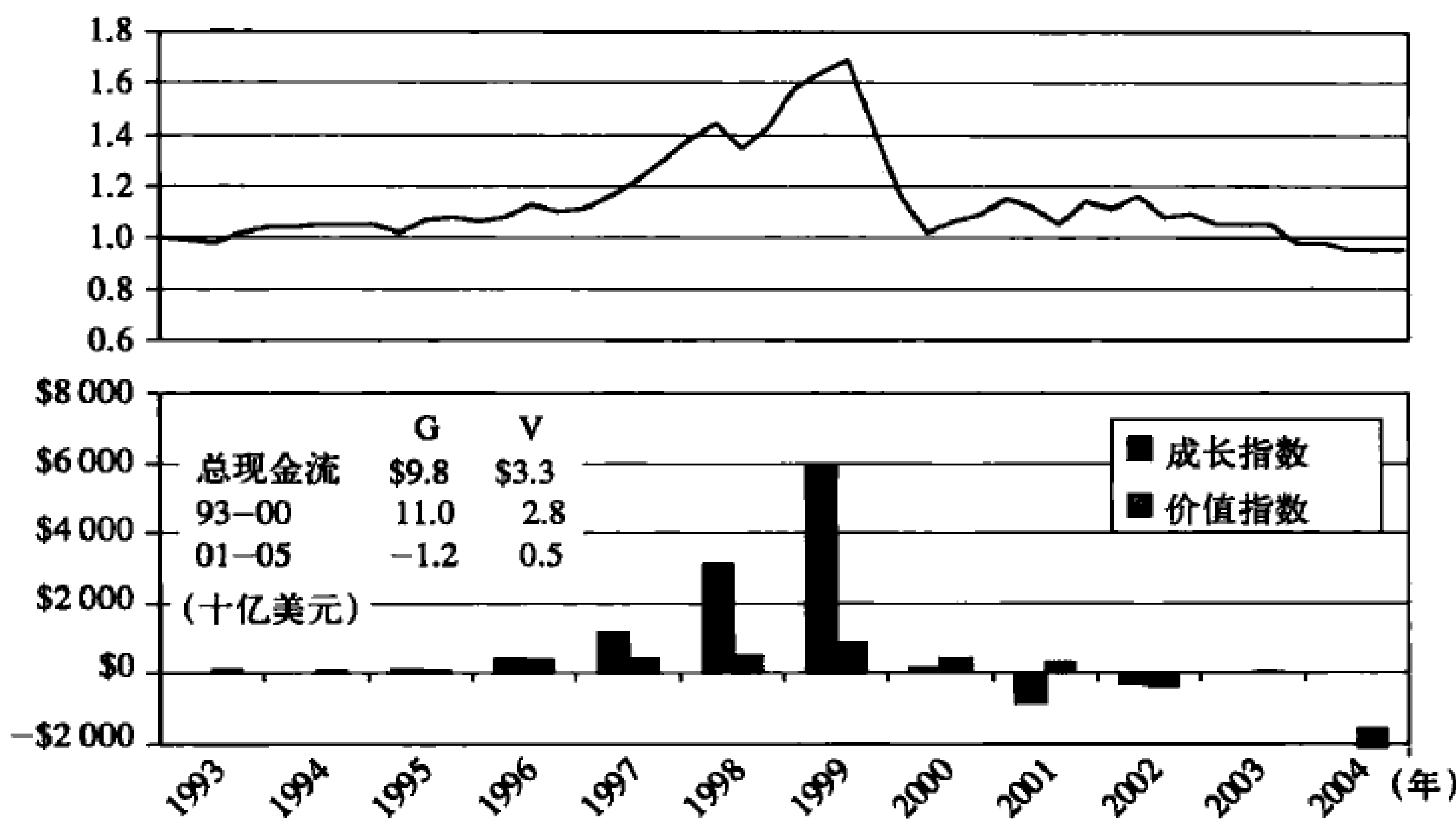


图13-1 先锋成长股指数/价值股指数（上图），净现金流（下图）

我的本意是想说明，我们的成长股和价值股指数基金证明了投资者自我愚弄的一种方式，放弃了美妙的长期收益，而期望找到短期获得超额收益的圣杯。

我有责任。

中流砥柱依然在

关于由开销和情感造成的费用，沃伦·巴菲特对此无休止的警告正逐渐流行。由于我在创建第一个指数共同基金和致力于经典指数基金中的地位，我当然欢迎他强有力支持。但就算连华尔街日报最保守的编辑观点版面也加入绯论，我仍知道我在正确的轨道上：

“从千万只由营销笨蛋们创造出的‘投资’风格各异，‘投资’不同经济板块或地区板块的单个基金中选股，基金的投资者们会一直支持因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种没有价值、没有意义的选股而产生的巨大费用吗？不太可能。残酷的洗牌即将到来，其启示之一就是选股（和选板块）是个被严重高估的问题，而对此的成本控制才是区分公司是否有竞争力的关键。”⊖

与30年前的原始经典指数基金相比，对那些不仅在程度上不同，更在种类上也不同的使用指数基金新贵的主动型投资者和基金经理来说，长远来看我看不出有什么好的结果。迟早，投资策略的任务就是把市场回报中本应属于投资者的那一份交给投资者而已。当然某些设计成迎合基金经理营销目标的投资项目可能会成功一时。但如果他们不能够给客户持续产生财富，并且我相信这种事也肯定会发生，他们最终将会消失。

即使这么多年后，对投资者来说，原始指数基金的设计仍代表了中流砥柱。如果这是对的，那么根据定义，所有其他策略（不论是主动型的、被动型的、某板块的、某风格的、快速交易型的或者任何其他的）至少在理论上是对这个标准的稀释。并且由于中介和交易成本，投资者的总体收益是落后金融市场收益的。我们为这些策略付给中介商的越多，为了这些策略交易的越多，最终我们就损失的越多。所以一个简单的、不可否认的事实就是：会赢的策略就是长期持有；会输的策略就是短期交易。如果投资专家们容许格雷欣法则在业界流行，从而导致烂指数基金驱逐好指数基金的话，那么对于那些相信我们，将辛苦挣来的钱交给我们的投资者来说，得到最佳的财富回报将有非常大的风险。“好的指数型”，是对第一经典指数基金的投资概念的完全反映，这仍然是今天投资界的中流砥柱。这绝不会动摇也绝不妥协。

⊖ Holman Jenkins,Jr.,“Also Stalking the Fund Industry:Obsolescence,” *Wall Street Journal*, December 10,2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第14章

趋　同[1]

伟大但却似是而非的隽语：正如主动型管理基金越来越像被动型指数基金那样，被动型指数基金也越来越像主动型管理基金了。

大约30年前，在1974年9月24日，先锋集团诞生了。当我们上周庆祝这个里程碑的历史事件之时，我突然想到，今天我们聚集在一起定下主基调的这个时刻，也为我们提供了回顾指数型投资、评价其现有地位的绝佳机会。为什么这么说呢？因为正是先锋集团的出现，而是不是其他什么事物，创造了第一个指数型共同基金。

先锋集团，这家当时新生的公司之所以会有创造指数型基金这个具有战略性意义的决定，我保证并不是因为我们有着高超的见解，认识到了这个很显然的事实，即大部分基金经理获得的收益是不可能超越市场收益的。的确，如今哪怕只是一个从表面上考虑过指数基金的人都应该认识到这个事实。但是在当时，先锋之所以会创造指数基金，是因为他们想创造一个独特的共同基金架构，在这个架构中，股东的利益是放在第一位的，并且这个架构可以提供行业内最低廉的投资服务。这与我的

[1] 本章以2004年9月30日，我在华盛顿特区“指数的艺术”大会上的演讲为蓝本撰写。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想法不谋而合。

在基金经理收入和股东回报的折中模式下，一个典型的基金管理公司会追求自身收入的最大化，因此会反感指数型基金的想法。但是一家所有人为投资者的共同基金管理公司，则会追求投资人费用的最小化，因此会非常喜欢指数型基金的想法。所以投资界的每家公司都有组建第一个指数型基金的机会，先锋除此以外还有组建的动力。就像刑事犯罪中的头号通缉犯一样，我们同时拥有了机会和动机，所以，“第一指数投资信托”（基金最初的名字）就成立了。

自1975年年末，第一家指数型共同基金成立以来，指数型基金已经走过了很长的一段路。“指数型基金”已经成了投资者语言的一部分，获得了学术界的广泛认同，并且成为评价主动型基金投资表现的标准。此外，指数型基金也通过合理的基金构造实现了他们的承诺：不多也不少地获得了公平的金融市场收益，虽然不是市场收益的100%，但也是非常接近了。

指数型基金的早期模范

指数型基金是如何运作的？在我看来，今天的指数型基金和其出现之初的指数型基金没什么区别，都是简单地跟踪由标准普尔股票综合价格指数所定义的市场收益和风险：

▲ 最大可能性的分散风险

▲ 最大可能性的跨越较长的时间

▲ 最小可能性的成本

▲ 最优化的税收

▲ 在我们的金融市场所能提供的投资收益中得到尽量多的份额

这个定义是相当完善的，并且几乎可以代表我们第一只指数型基金的成长历史：从1976年，最初募集资金为110万美元开始，到现今成为世界规模最大的共同基金，募集资金达到1 000亿美元（如果包括机构投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者这个数额则是1 400亿美元）。先锋的指数型产品总规模已经超过3 000亿美元。在投资业，指数型基金的规模达到6 200亿美元，在投资金额中占主导地位。我认为，我们已经见证了指数型基金的胜利。

第一只指数型基金的创立和诞生当然是历经艰难的。说服多疑的先锋董事会是一项艰巨的任务，此外，我们还需要在自1975年5月开始运作后的短短几个月内，将指数型基金这块刚刚开采还未被探索的土地变成一块沃土。其难度不亚于在今天的投资环境中，聚集一群华尔街投资银行家来操作首次公开上市。

在1973～1974年波及近一半股票的股市崩溃后，基金业几乎垮台。整个基金行业的资产（大部分是权益基金）从1972年的620亿美元直落到1974年的380亿美元。其中，只有90亿美元是可流通的，仅仅比新发行股票总额的70亿美元多出了20亿美元，基金业经历了一场大出血。当时，向市场推出一个全新的权益基金是非常艰难的任务，尤其是这个基金有一些无法控制的地方，并且与以前的基金完全不同。但是，我们也有一些有效的武器来开始这场战役：

▲ 前面所以提到的指数型基金的五个规则；

▲ 事实证明指数型基金表现更好。按照统计学的方法（以前我甚至自己动手算过），从1945～1975年上半年，标准普尔500指数的年收益率为11.1%，比权益基金的平均收益9.6%，高出1.5个百分点。因此，如果最初的投资金额为100万美元，投资于标准普尔500可获得收益2 480万美元（得益于复利的神奇结果），将远远高于投资于权益基金可获得的收益1 640万美元。指数型基金的优势就是840万美元的额外收益；

▲ 我们这家新公司全体员工虽然最初只有28人，但我们具有对完成使命的热情、富有感染力的激情和坚定的决心（这句话听起来也许有点像是自吹自播，但是大家可以自行判断我所说的是否正确）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现诺贝尔奖获得者的祷告

但是我们战胜了所面临的障碍，我们撰写出了第一只指数型投资信托的招募说明书，并向证券交易委员会递交，我们发行了基金，并期待着公众的反应。我们的基金有一个非常不错的开端，1976年8月初，当我打开《新闻周刊》，看到了在萨缪尔森博士专栏中对基金的支持性评论时，我喜出望外。

萨缪尔森博士写道："我的祷告得到了实现，这比我想象得要更早一些。在市场中，我看到了一份全新的产品，叫做第一指数型投资信托。"他认为这只基金符合他所提出的六个要求中的五条：①可供中等收入的投资者投资；②旨在与标准普尔500指数相比较；③年费非常低廉，只有0.2个百分点；④投资组合换手率很低；⑤"最重要的是，提供了非常好的投资多样性，使得投资组合方差和波动率最小时，收益率最大化。"尽管基金并不符合他的第六条要求，以资产净值出售基金。但是，他仍高兴地说道："教授的祈祷很少会全部都实现的。"

（随后不到七个月，我们也符合了萨缪尔森博士的第六条要求，我们废止了惠灵顿，也就是现在的先锋集团原先采用了半个世纪之久的"供给推动"体系下的配销方式，转变为"需求推动"的以资产净值出售的方式。很显然，对于这个决定，我一直都觉得非常正确。）

更早的时候，在1976年7月，《财富》杂志上的一篇封面故事极大地鼓舞了我们的勇气。这篇故事的标题是《指数型基金，时代即将到来》。文章总结道："现在，指数型基金将会带来威胁，将会重塑整个世界资金管理行业的结构。"这两篇文章中对我们的支持性评论，使我们拥有了信心，相信我们和银行即将向市场推出的15 000万美元的首次招募，必将成为先锋集团发展史上非常激动人心的一大步。先锋集团在当时属于新生的公司，规模还很小，管理资金还不到20亿美元，并且由于小投资者的投资份额很不稳定，不断地退出，管理资金的规模还在日益减少。

但是，雄心壮志和现实情况往往是有差距的，事情也总是会功亏一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

簧。1976年8月30日，第一指数型投资信托招募登记日结束时，所有的购买订单只有11 320 000美元，没有达到15 000万美元。结果非常令人失望，承销商建议放弃这次招募，但我们决定仍旧继续。尽管我们也对招募的数额很失望，但我们仍旧很高兴地看到：世界上第一只指数型基金出现了，出现在一个发展遇到瓶颈的行业中。从那时开始，在不到两年间的时间里，指数型基金磕磕撞撞地发展起来了。

指数型基金的发展

成功的步伐总是缓慢的。直到1982年，第一只指数型共同基金的规模才超过了1亿美元这个具有里程碑意义的数字。直到因为一个偶然的机会，第一只指数型共同基金与先锋集团的一只规模为5 800万美元的主动性基金合并，指数型基金才显示出了其价值所在。我们的指数型基金直到1984年才有模仿者出现，第二只模仿基金也到1986年才出现，这距离指数型基金的第一次出现已经有整整10年了。在这个经常会快速模仿出色商业模式的行业中，这种情况的出现很难说明我们选择的道路是正确的。这两只新出现的指数型基金，不仅有销售佣金，还有很高的管理费，将我们的基金模仿得四不像，使人不禁想起尤吉·贝拉的一句名言："如果你无法准确复制，就不要来模仿我。"

但是，我们要建立指数型基金的决心从来都没有动摇过。随着第一指数型投资信托（1980年重命名为先锋500指数信托，这也是我们第一次用"先锋"给共同基金命名）的规模在1987年逐渐达到了5亿美元，并且向10亿美元发展时，我们扩大了指数型基金的范围，1986年建立了全债券市场指数基金，1987年建立了外延市场指数型基金（使得投资者可以在拥有20%的美国股票市场投资的同时，结合500指数，拥有对全部市场的投资）很快，在1989年，我们小盘股指数基金出现了。20世纪80年代末时，我们共有四只指数型基金，管理资产超过20亿美元。

进入20世纪90年代后，我们仍旧继续扩大指数型基金的范围。1990年，成立了欧洲和太平洋指数型基金（很容易和欧澳远东指数结合），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992年成立了全股票市场指数基金，平衡性指数基金，成长型指数基金和价值型指数基金。并且，我们根据“纯”指数基金也发展出了不同类型的指数基金，达11种之多，包括：投资于行业第一梯队公司的减税型基金（共有三种，跟踪不同的指数），第一只根据债券到期日不同分类的基金（这样就可以将基金分为长期、中期和短期的投资组合。有时，最简单的想法便是最出色的想法），新兴市场指数基金，包含四种“人生策略”的系列基金，每种基金都有不同的权益风险水平。接着，又陆续推出了两打以上、分类更具体的指数基金。1997年，我们的招募金额超过了一个不可思议的数字，1 000亿美元，同时，增长也几乎停止了。现在，我们的42只指数型基金一共管理着3 000亿美元的资产，约占先锋集团长期管理资产总额的47%。指数基金是先锋集团发展的驱动力量。

在共同基金行业，招募资产方面的竞争非常激烈，我们的成功也受到了竞争对手的关注。大约有100位传统的主动型基金经理跳槽到了指数型基金中，尽管这一过程花费了比较长的时间。许多以市场为导向的公司，如富达、Dreyfus、T. Rowe Price、Scudder、摩根士丹利和美林都抛弃了它们的保留意见，加入了指数基金的浪潮，这使得最鄙视指数基金的狂热者们都不得不承认指数基金的好处。

权益类指数基金的规模现在已经达到了5 700亿美元，接近所有权益类基金资产总额的1/6。指数基金的增长速度肯定超过了基金业的增长速度，这反映在指数基金在三类主要基金细分行业中比例的上升。尽管债券类和平衡类指数基金的占比要小很多，但仍旧发展较快，现在，共有400亿美元的应税债券类指数基金和60亿美元的平衡类指数基金。并且，先锋集团在指数基金行业保持着领先的市场份额。目前，先锋集团拥有66%的指数共同基金的资产总额。因此，指数型基金驱动了先锋集团的发展。

商业成功，艺术成功

在股票基金和证券基金中，指数基金的比重在稳步上升，现在，指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数基金已经占到了权益类基金资产总额的15%，债券型基金的17%。⊖但是指数基金真正的影响在于其现金流入的增长–购买在增加，赎回却不多。过去五年中，权益类基金现金流入中32%为指数基金，债券类现金流入中38%为指数基金。很显然，指数基金可以说在商业上是成功的。

为什么指数基金会在商业上取得成功呢？因为它在艺术上同样取得了成功。例如，在过去20年中，股票指数（标准普尔500指数）基金比权益类基金的平均年收益高2.8个百分点，全债券市场的指数（雷曼综合指数）基金比债券类基金的平均年收益高1.7个百分点。投资者如果20年前在低成本的股票指数基金和债券指数基金分别投资1万美元，则可以将其财富分别提高43 500美元和15 400美元。如果考虑到主动型权益基金的较高税率的话，则指数基金的有时将会更大（见表14-1）。

表14-1 10 000美元初始投资收益，1983～2003年

	年收益		累计收益		指数基金优势（美元）	占初始投资比例（%）
	主动型基金（%）	可比较指数基金（%）	主动型基金（美元）	可比较指数基金（美元）		
股票型基金①	10.0	12.8	67 300	110 800	43 500	435
债券型基金	7.5	9.2	42 000	57 800	15 400	154

① 股票型和债券型基金年化收益率已经按照“生存者偏好”相应减去0.8%和0.3%。指数基金收益减去0.2%的年费用。

资料来源：Lipper.

指数基金的自身优势可以从1万美元的原始投资可获得的收益中窥见一斑。投资的额外收益是相当惊人的：权益基金为435%，债券基金为154%。只需简单地直接拥有市场组合就可以获得巨大的收益，而不用支付共同基金会产生的资产调整的高额费用。

指数基金的出现为基金行业带来了巨大的改变。第一指数投资信托出现时便获得了“博格的闹剧”的称呼。但是就如同威廉姆·西沃德购

⊖ 我希望自己可以多评论一下债券类指数基金的优点。但是因为第一只指数基金是股票类的，所以我对于股票类基金会介绍得更多一些。然而，在市场中，由于主动型基金的回报差别不大，在成本方面指数基金则具有巨大的优势，所以管理良好的债券类指数基金至少与股票类指数基金具有同样的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买阿拉斯加，罗伯特·富尔顿购买汽轮车，纽约州州长迪威特·克林顿开通伊利运河一样，第一指数投资信托根本就不是傻瓜才会投资的东西。所有对于传统智慧的根本颠覆都是这样发展的（“难道你认为通过管理获得的回报，可以或者一定比通过有经验的专业主动型投资经理获得的回报更多吗？”）一开始，指数基金获得的是嘲弄，接着是容忍和逐渐接受，然后是勉强的支持，最后是大量的复制。指数基金改变了我们对于投资的思考。

反响

自1975年第一只指数基金成立以来，指数基金出现过以下重大变化：

▲ 投资专业人士看待投资组合的方式。今天，投资经理在审阅他们的投资组合时，不仅会关注每只股票的持有量，在组合中的比重，也会关注每种股票相对于标准普尔500的比重差别，以及相对于标准普尔500投资组合在每个行业（科技、能源等）的分散程度。此外，若没有先例的话，投资经理的监管者很难会得到一张不包括在投资组合中的标准普尔股票名单，或是查问为什么投资经理没有投资这些股票。

▲ 基准比较。同样，几乎没有例外的是，一般都会使用（通常是季度的）标准普尔500来衡量基金投资组合的收益，相关讨论也都是围绕着投资组合收益与标准普尔500的差别来源和原因展开。我们有时也会看到使用投资风格（如大盘价值型、小盘成长型等）作为衡量标准。但是，综合评判投资经理风格和选股能力的最终测试是投资组合是否跑赢或跑输了大盘（我认为，任何只是专注于风格基准或是市场基准的衡量都是不完全的，并且本身具有误导性）。

▲ 重新定义风险。因为指数基金的衡量是基于标准之上的，因此风险也就有了新的含义。正如我们今天所称的风险一样，“风险”所代表的已经不是我们都知道的真正含义即资本的损失了。风险的定义是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对于基准的波动幅度，投资组合的相对波动幅度。稍微想想，便可以看出这个变化显示出风险的主要含义已经从客户损失金钱的概念，变为了经理失去客户、失去工作的风险。在长期看，这种变化很难说对金融市场无害，或是说对顾客的财富无害。

▲“封闭型”指数基金。随着基准成为了护身符，投资风险被重新定义，估计我们会看到基金的普遍发展趋势是，在保持与市场相同的风险特点的同时，追求超过市场的收益。不出意料的是，我们确实看到了这种发展趋势。今天，“封闭型”指数基金随处可见：在晨星的可比“大盘混合”基金库中，令人惊奇的是，在81%的主动型基金中，他们90%以上的收益可以简单地用标准普尔500指数收益来解释。⊖

▲反基准策略。基金经理们最羡慕和崇拜的是，那些基于股票的内在价值和股票价格的吸引度来买卖股票的人。因此，这些人并不需要某个狭隘的基准，更多的时候，是通过反基准策略来将自己区分开来。例如，Longleaf's Mason Hawkins，Legg Mason's Bill Miller，Windsor's John Neff，Dodge & Cox's investment committee，Paramount's Bob Rodriquez，First Eagle's Jean-Marie Eveillard等。

▲华尔街建议。指数基金的影响也同样改变了经纪公司和投资银行的“卖方”证券研究员所使用的术语。就在几年之前，他们评价股票时，使用的术语还是“买入”、“持有”、“卖出”。尽管，由于伟大的华尔街市场机器的性质、不冒犯投资银行真正与潜在客户（几乎所有公司的管理层）的压力，很少会出现“卖出”建议。现在，普遍使用的术语是“比例过重”、“比例平衡”和“比例过轻”，这显然是适合封闭型基金的评价方法。

⊖ 其中包含具有以下投资理念的数量基金：在保持市场风险特点的同时，争取投资组合收益超过市场收益。由于这个理念被广泛运用，所以这类基金一般不被称做“封闭型”基金，而叫做“加强型”指数基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本假设的简单逻辑

人们接受指数基金的速度正在加速，并且，这也得益于采用基准衡量的趋势使得权益类共同积极快速成长。尽管如此，我们仍然面临的一个问题是：当整个基金业持有美元市场1%的股票时，专业基金经理理论上是可以有机会跑赢整个市场的。但是，当基金业就如同今天一样，持有的市场比例超过23%时（共同基金和公司养老金持有的总和超过56%），想要超过强大的资产总和收益，获得成功的概率就很小了。

事实就是，如果我们忽略成本，那么庞大的资产想跑赢整个市场的想法是非常可笑的，如果我们考虑成本，那这个想法根本不可能实现。确实如此，我搜集的1945～1975年的数据显示，甚至是规模小得多（成本低得多）的基金行业都会失败，毫无疑问，这种失败是必然的。过去发生的，现在仍在发生，将来也会继续发生。专业基金经理作为一个整体，在未考虑交易成本的情况下，会获得市场收益。同时，他们的额外损失也必然是交易成本的数量—现在，我认为大概是每年3 000亿美元的样子。

我们所见到的并不是有效市场假设（我认为有效市场的程度很高，但不是完全有效）的现象，而是成本假设的现实。也就是说，在扣除成本前，投资者整体会获得整个股票市场的总收益，但实际可获得的还需扣除成本。这个关键事实解释了指数基金跑赢主动型基金的必然艺术成功及其商业成功，也确保了指数基金能够在未来继续获得成功。

一个特别的案例

我们行业最大的公司为我们提供了一个有关指数化不断提高的重要性以及对未来的暗示的真实经典的案例研究。因此，让我们考察一下富达基金管理研究公司的这些行动和反应，它目前管理着大约9 000亿美元的资产，其中包含着6 200亿美元的股票，代表着大约5%的美国股票。⊖

在大约30年前，当先锋独特的指数型共同基金被引入的时候，爱德

⊖ 我之前也很犹豫是否要在公开评论中点名这些公司，但如果不这样的话，读者可能不会意识到我将表述的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华·约翰逊三世，富达的主席就公开藐视过这个想法。他告诉媒体："我不能相信这么多的投资者会满足于接受平均收益。这个游戏的名称叫做做到最好。"在那些古老的年代，富达被视为超级管理人，尽管回想起来它大部分的成功都是因为在20世纪60年代"沸腾"年代之时遵从激进的投资策略而产生的。甚至是约翰逊先生自己在那个时代也管理着一只热门基金（富达趋势基金）。但富达基金所承担的风险最后得到了应有的报应，在1973～1974年他们11只基金中有5只基金跌幅超过50%，其中包括富达趋势基金（截至1965年，约翰逊先生已经把投资组合移交给了六名跟随他的基金经理中的第一名的基金经理。）

但正是在富达的麦哲伦基金让我们看到了基金行业是如何改变的，这实际上是一种回复术。在传奇式的彼得·林奇的庇护下，基金在1978～1983年发展迅速，平均每年令人震惊地跑赢标准普尔500指数26%（见图14-1）。依赖着这样的成功，基金的总资产从2 200万美元发展到16亿美元。尽管它的业绩表现最终回归到平均，在1984～1993年它的超额收益率仍然达到每年4%。截至当时，它的资产已经增长到难以想象的310亿美元。

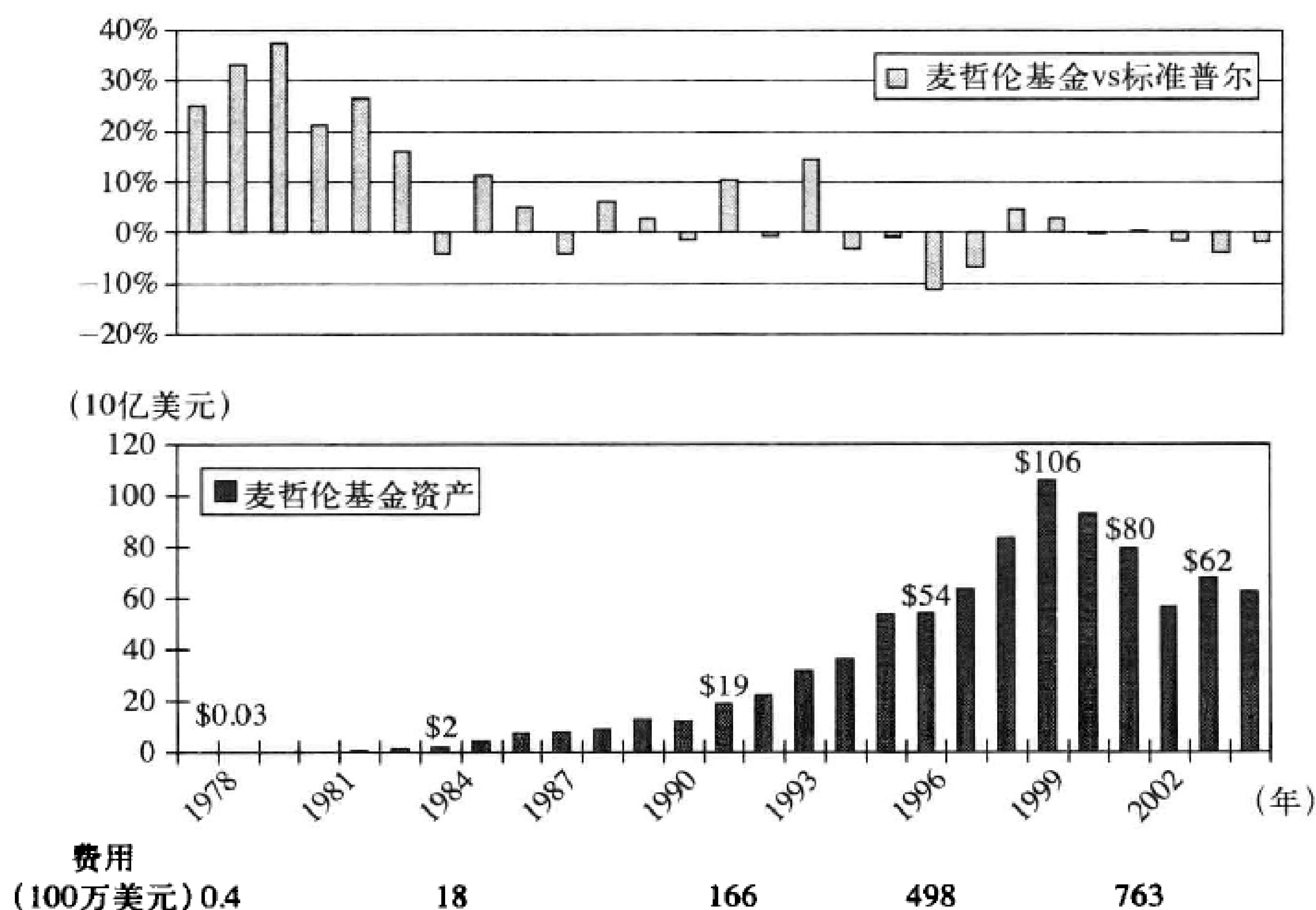


图14-1 从主动型管理到封闭型指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1990年，林奇先生退休了，麦哲伦基金的超额收益也随之开始逐渐萎缩了。在之后的7年中有5年，基金是跑输标准普尔指数的。再之后的2年，收益良好。可再之后的5年中，有4年都表现糟糕，包括今年截至今天。

自1993年以来，基金已经平均每年落后标准普尔500指数超过2%，这和早期的成功简直是天壤之别。然而，在牛市之中，基金资产的规模依旧稳健增长，从1993年年底的310亿美元到1999年年底的1 060亿美元，即使在熊市之后的今天，仍然保有620亿美元的规模。

回归均值

当然基金的规模越大，它的收益就越类似于指数基金。最终会再一次向均值回归！在1978～1982年，标准普尔的收益可以解释麦哲伦收益的82%，而在2001～2004年，则可以解释99%。我并不是说这样不好（毕竟我是一个指数化的倡导者）。但我还是认为，在这10多年间当基金收益平均落后市场2%的时候，累计达到550亿美元的管理和运营费用实在是有些荒谬，这简直就是对公司资产的浪费。我还补充道，特别是从支付这些费用的投资者的角度来看，则更加荒谬。从收费的管理公司的角度来看，这倒是合理性的灵魂。“我们扩张基金的规模，我们也应该收取此类费用。”这可真让你想为之争辩啊。

麦哲伦基金是现在最典型的封闭型指数基金，但它并不是富达旗下唯一的指数基金。富达旗下最大的15只权益基金中有10只基金与市场的相关系数达到0.92～1.00（其中还没有包含上述所提到的富达趋势基金，现在这只基金的相关系数达到了惊人的0.99），但只有其中1只的收益超过了指数。事实上，在扣除可观的手续费、操作费、投资组合交易费之前，基金的收益与市场收益是相当接近的。因此，很难相信，在扣除了这些成本之后，基金的收益能赶上指数的收益。

我在阅读了《华尔街日报》最近的一篇文章时感到非常吃惊。文章中说道，尽管麦哲伦基金自1998年以来，便一直落后于标准普尔500指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数，但是其基金经理，罗伯特·斯坦斯凯（Robert Stansky）仍旧感觉不仅可以打败市场，而且可以"每年超过市场收益2～5个百分点"。[1]与市场相关系数高达99%，基金所有成本占2（或者更多）个百分点，利润持续保持在3～7个百分点，这些都是过去10年中任何一只共同基金无法取得的成绩。但是，过去的成绩当然不是开头而已，我祝愿罗伯特·斯坦斯凯先生好运。

既然基金已经达到了非常大的资产规模，指数基金当然也是必然趋势。由于高额的投资组合交易对市场的冲击成本，像Gulliver这样的大型机构基金就会与市场紧密地联系在一起，富达不断扩大的权益规模，也不可避免地使得投资决策过程受到了更多的限制。富达的投资组合换手率大幅减少，从1980年的100%降至去年的50%。公司也在最近接受了现实，加入了不断成长的指数基金的队伍。

"若无法战胜，便加入"

正如古老的谚语所说"若无法战胜，便加入"，富达在1998年，迫不得已地根据标准普尔500指数构建了公司的第一只指数基金。但是，他们最近猛降指数基金的费率的决定（如果只是暂时的），和开展昂贵的广告计划以吸引公共视线的做法，很显然是一种建立指数基金业务的战略性布局（可以推断出的是，"亏本出售"策略和广告费用都来自于富达的主动型基金和封闭型指数基金的收费）。

由于指数基金的明显成功，主动型基金的高额费用，和巨量资金的约束，很难想象他们还有其他的选择。公司的第一步便是要将他们的指数基金费率暂时（从原先的每年25个基点）下降到每年10的基点，撤掉报纸上整面标题为"十分完美"的宽幅广告。[2]就如同一位评论家所说，

---

[1] John Hechinger,"Magellan 's Manager Has Regrets:Stansky Tries to Dispel Perception That He Is Essentially Helming an Index Fund with Higher Fees," *Wall Street Journal*, May 28,2004.

[2] 很显然，如果公司要永久地降低指数基金的费率，他们需要提交一份新的建议合约以获得股东的批准。但是。这样以后就无法再提高费率了，也无法再获得批准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是与先锋，这家低费率指数基金提供者的正面交锋，这不是“侧面相击”，而是“正面相击”。价格战（这场价格战相当独特，因为在我的印象中，价格战都是互相砍价，而非互相涨价的）就此爆发。

但是，很少提到的一点是，在这场价格战发生的时候，一个真正的低成本股票指数基金（联邦雇员节俭储蓄计划1 300亿美元中的部分资金）已经以7个基点的成本在运营了，并且努力在2006年将成本降到5个基点，2006年降到4个基点。因为成本是指数基金唯一考虑的要素，所以这就打破了指数基金经理的洋洋得意。随着价格战的到来，指数基金投资者会获得更好的服务，而主动型基金经理和付出高费率的投资则会获得较差的服务。

观察先锋对这个正面直击做出的回应也非常有趣，先锋的回应是按兵不动（尽管先锋先降低了一阵费率，后来又恢复回去了），还是接受挑战（暂时性的）降低费率呢？只有时间能说出市场的反应究竟如何，尤其是当规模更大的先锋指数基金投资者付给先锋的费率是10个基点的时候。但是对于富达的改变，最重要的因素是，投资者是否愿意继续向想象中是主动型实际上是指数型的基金付出高昂的费用。可以肯定的一点是，富达是基金业中主动型基金向指数基金转变的典型代表。

而进行这种转变的不仅仅只有指数基金。晨星基金库有1 873只权益基金，其中656只与市场的相关系数都超过了0.9，这种向指数基金转变的趋势是相当明显的。很难想象的是，这种转变在未来不仅将会继续，而且还会加速，并且会改变基金的管理方式、使用的策略、收取的费用、投资组合的交易量和新投资者申购的最低限额。感谢指数基金的崛起，这些将会重塑整个行业运作方式，最终还会帮助我们更加有效率地服务共同基金的股东。

伟大但却似是而非的隽语

现在我们来看看这句隽语另外一部分：正如主动型管理基金越来越像被动型指数基金那样，被动型指数基金管理也越来越像主动型管理基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金了。没有什么能够比本次大会的主题和大纲更好地说明这句隽语的含义了，即“指数基金的艺术”；“使投资者收益的新产品的崛起”；“不断扩大的ETF世界”；“指数衍生品日益重要的作用”等。

最初的指数基金的确是只需要不多的“艺术”就可以了。用艺术是很难在标准普尔500指数中拥有500只股票，用低廉的价格，永久地持有它们，并且随时改变比重。但在今天这个指数基金市场中，“艺术”却是一个比较恰当的描述。正如我所说的那样，“艺术”不仅是指“掌握某种技艺的关键”，也是“诡计和巧计”。

指数基金的新典范

考虑一下如何将“指数基金的艺术”与最初的典范进行比较。如果最初的典范是为了投资最长的期限，那么使用指数基金来交易会被认为是短期投机。如果最初的典范是为了投资分散最大化，那么便是持有最分散的指数基金分散程度也是不够的。如果最初的典范是为了投资成本最小，那么持有本身便是低成本的市场指数基金既不能避免交易时产生经纪佣金，也不能避免在投资结果不错时产生的应纳税额。

并且，最初的典范的重要元素中也没有“将投资收益与市场收益联系起来”这一条。重要的是，在存在股票选择的挑战、时间风险、额外成本和税收的同时，保证投资ETF可以实现股票市场的收益。所以ETF是别具一格的。

交易型开放式指数基金是由纳特·莫斯特（Nate Most）⊖在12年前发明的，最近几年，ETF在指数基金5 700亿美元的资产总额中占有重要位置，其份额从1999年年底的9%上升至了28%，尽管其市场渗透率的增速在最近几年明显放缓了，并且ETF明显违反了最初指数基金的五项原

⊖ 1990年，纳特·莫斯特先生来到Valley Forge办公室拜访我以寻求对发展ETF想法的支持。我向他说明了他的想法中的一些瑕疵，并且告诉他，就算他改正了所有这些瑕疵，先锋也不会对ETF感兴趣的。因为我们认为，就像交易股票一样，交易指数基金同样是一个必输的策略。后来，就像他所讲的那样，他在返回纽约的火车上，改正了我所提到的瑕疵。剩下的就是历史了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则，但是ETF已经成了指数基金舞台上不可或缺的一股力量。

资产和现金流

如果我们从整体角度看，便可以清晰地发现ETF与传统的基金有多么大的不同。从表14-2可以看出，投资选择真是多种多样。

表14-2 ETF投资选择的多元化

基金数量	ETF类型	例 子	总资产（亿美元）
7	全股票市场	Spider/Viper	640
10	其他广泛指数	Qubes，Diamonds，EAFE Intl.	400
32	市场风格	成长型，小盘股	390
61	市场板块	科技，通信，能源	190
25	外国	日本，巴西	120
5	债券型	—	60
140	总计		1 800

尽管主要包含的是相对广泛的各类市场指数，ETF的资产与传统指数基金相比规模较小，但是每年的增长迅猛。就现金流来说，自1999年以来，ETF新吸收的资金超过1 500亿美元，甚至超过它的堂兄传统的指数基金。并且，流向风格基金、行业基金和国外基金的资金也超过了股票市场指数基金。在ETF最初出现的几年间，股票市场指数基金占有总资金流入100%的比例，1999年至2003年占有将近一半的比例，但是今年，股票市场指数基金的30亿美元流入只是ETF资金流入的12%，再加上一些并不太分散的基金，总资金流入也只到220亿美元。

但我认为，只有全股市场的ETF可以复制，甚至有可能提高最初指数基金的五个原则。但是只有在长期持有ETF时才可行。ETF的年费通常，而不是一直，会比共同基金略低一些，但是申购费用却会抹平有时甚至是超过年费上的优势。并且，理论上，ETF应该具有税收优势，但事实却没有证明这一点。长期投资者很少会持有ETF，其目标客户也是当日交易者，正如其广告所宣传的那样："现在，你可以每天实时的交易标准普尔500指数。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们知道ETF大部分是交易员购买的。Spiders现在每年的换手率是2 400%，而传统的指数基金是20%。纳斯达克Qubes的换手率更高，达到了3 700%（！），当然，纳斯达克指数和道琼斯本身的换手率就很高。我猜想大约有20%的广泛分散资产的基金是由长期投资者持有的，规模为120亿美元左右。余下的份额，我猜想，应该是由于套利者和做市商卖空和对冲所造成的。

巨大的差距

ETF 1 800亿美元中的1 680亿美元都代表了与原始指数基金的优点的不同。各种类型的ETF成交量都很高。专项的ETF基金也只在一个狭小的范围内分散资产，持有半导体产业或是韩国股票市场并不包括代表着分散投资。由于产业型ETF的费率最低，他们的换手率可达到同样是最低费率的市场指数基金的3至6倍。并且，它们不仅可用于交易，还可以当做主动型投资组合的一部分售出收取1%或更多的咨询费，或是打包在包管账户中收取1.5～2.0个百分点或更多的年费。由于投资组合相对于主动型基金，换手率会低很多，所以典型的投资者每年会换手高达3 000%。

这种差别造成的结果就是行业ETF的收益不足以弥补费用，因为这些费用比最好的指数基金要高出好几倍，大约是10～20个基点。当然这种差别不是微不足道的。但是，却总是被忽视掉，总有人在不断地重复着，行业投资者能够获得与该行业成长相同的收益，并支付少量的中间费用。⊖

但是这需要买入并长期持有该行业。不论行业ETF的收益如何，买

⊖ 我承认我对风格类指数基金的发展负有责任。当我们1992年创造出第一只成长指数基金和价值指数基金时，我认为前者适合于年轻的投资者，可以达到节税的目的，同时也要承担较多的风险；后者适合于年长的投资者，可以获取较多的收益，承担较小的风险。但是，虽然最初的想法是美好的，现实却是残酷的。在股票市场较为平静时，投资者对两种基金的兴趣基本持平。但是，在股票市场迅速上涨时，投资于成长型指数基金的资金有110亿美元之多，是投资于价值型指数基金的38亿美元的将近5倍的数额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了该种ETF的投资者经常，虽然不是总是会获得的收益小于ETF的收益。有大量的证据显示，每日最受欢迎的行业基金是那些刚刚经历过超好表现的基金，而这种“追涨杀跌”的做法正是投资失败的原因所在。

回顾历史记录

常规投资于市场行业板块共同基金的记录为未来可能会发生的严重风暴竖起了一面红旗。最近几年最受欢迎的25只行业基金在1998年至2003年的上一下一上的走势中，获得了平均5.5%的正的年收益，比股票市场指数的年收益3.8%略高一些。但是，行业基金投资者却是平均亏损了8.3%，低了基金收益13.8%之多。相反，25只最大的分散型权益基金获得了3.7%的收益，其投资者获得了1.3%收益，其中的差别只有2.4个基点。这个差别是由于行业投资者的择时效应造成的。

将六年的行业基金资本损失用复利计算，得出的结果非常惊人。尽管累积的收益是+43%，但是平均的行业基金的资本损失却是26%，其中的差别达到了69个基点之多（在最坏的情况下，差别达到了190%）。而分散的权益基金的平均收益是26%，其投资者获得的收益是11%，平均比行业基金高出37%。通过这些数据，很难否认对于大多数投资者来说，投资行业基金就是玩火自焚（见图14-2）。

那些提供了行业ETF的基金经理即使没有这些准确的数字，应该也知道行业ETF的收益不好。通常，股票市场外围的投资者们都是出于希望、贪婪和恐惧等心理而做出了错误的选择。他们寻找出领跑市场的行业板块买入，卖出落后于市场的行业板块。尽管无法预测这种反向做法对于均值的影响，但是这种做法本身在股票市场中却是常见的。美国股票市场的经济无法为其参与者提供长期的价值，通过正确选股和市场择时猜对走势的心理蚕食了投资者的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

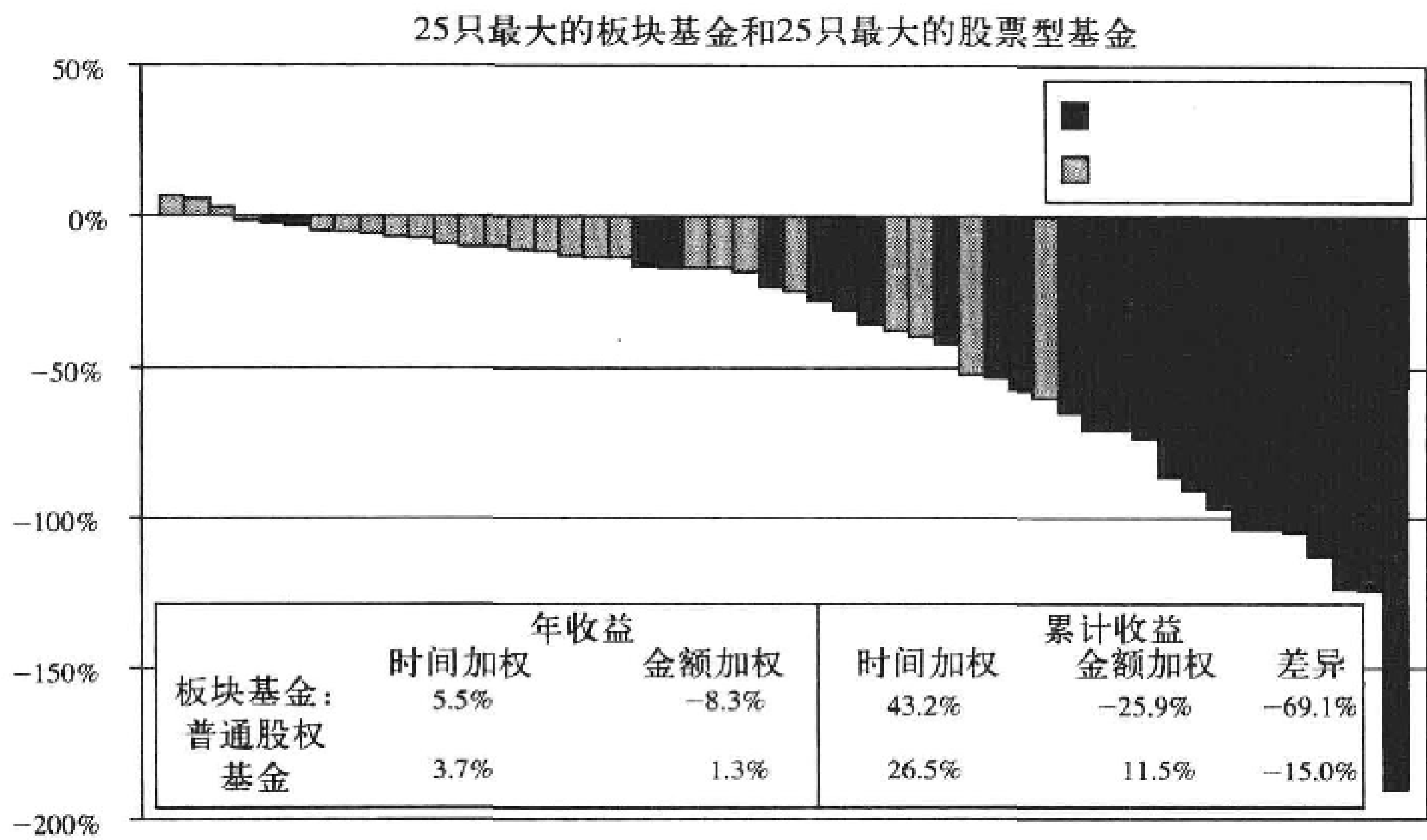


图14-2 累积基金收益和投资者收益之差，1997～2003

“不要只站着——做些事吧”

尽管在我的这个世界里，“不要只站着——做些事吧”是一句警句。但是请忽略这个事实，股票市场其实是一个封闭的市场，当你买股票时，是有人将股票卖出给你；当你退出股市时，总有人会进入股市。当市场的资金变动时，这并不是零和游戏，而是必输的游戏。金融中介系统的管理者不仅通过作为没不交易的中间人赚钱，还通过监督和维持交易者的账户来收取管理费和咨询费。

所以，我们不可避免地因为这些中间服务提供商的目的感到悲哀。这些提供商也一定意识到投资者能够得到的最好的服务便是我前面所提到的全市场指数策略。的确，当富达的彼得·林奇在1990年放弃麦哲伦基金时，宣布过：“指数基金能够为大多数投资者带来更好的收益。”林奇说得非常正确！但是，我们都要做生意赚钱，然后就在提供给客户他们需要的产品时不幸地感觉到了压力。这便是生活的现实，在金融市场的规则，和在汽车、香水、牙刷和珠宝市场的规则是一模一样的。

当金融票据代表的是投资者为劣质服务所花费的成本时，当本杰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明·格雷厄姆在1976年9月（很巧的是这刚好是在第一只指数基金推出后不久的时候）指出“股票市场就像个巨型的洗衣店，每个投资者都承担了大量别人的清洗工作，现在每天的成交量是3 000万美元”[⊖]（他无法想象现在的日成交量是30亿美元）。

“不要做事了——就只站着吧”

相反的一种说法“不要做事了——就只站着吧”，请想一想如果将所有投资者作为一个整体，他们必然的策略不仅会与依靠头脑进行操作的下意识想法相反，也会损害那些买卖股票和管理投资组合的人的财富。很容易说因为投资者有着不同的目标和要求，他们应该忽略指数基金，但是本杰明·格雷厄姆对此也有自己的观点：“只有陈词滥调和借口才可以为过去平凡的业绩辩解。”

我承认ETF确实有一些好的用处。买入Spiders和Vipers并终身持有是一个必赢的策略。因为微软的员工不会不买科技股，而将其他所有行业股票都买下。拥有大量大盘股投资组合的同时购买一些小盘ETF是不会出错的。但是到目前为止，还没有太多的证据显示这类交易会推动ETF指数基金的成长。

尽管现在，广泛市场ETF和行业ETF都在上涨的过程中，交易行业ETF也比交易个股（或者是常规的共同基金）更便宜和快速一些，但是这些流行的行为给整体投资者带来的收益必然会下降，给想尝试的个人带来的潜在收益更是会减少。从另一方面来说，行业ETF代表了投机的一种更好的方式，但是我坚定地认为任何股票的投机活动最终都是输家的游戏。

ETF不仅越来越多地被个人投资者、投资咨询者和经纪商使用在主动投资策略中，也越来越多地成为主动型基金经理的工具。根据摩根士丹利的著名策略分析员拜伦·韦恩的说法就是：“ETF用于低价交易、对

⊖ Benjamin Graham,“A Conversation with Benjamin Graham,” *Financial Analysts Journal* 32,no.5 (Sept./Oct.1976).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲策略、减少或增加某个行业板块的头寸或改变资产配置……（很快的）便可以行动而不用挑选股票，然后再用已经研究透彻的个股来替代ETF。”因此，拜伦·韦恩预测，“在五年内，ETF将在主动型投资管理中广泛运用。”[⊖]没有什么比这句评论更好地说明了被动型指数基金管理和主动型基金管理的趋同性。

总结

以上情况是如何出现的呢？该如何理解这句伟大但却似是而非的隽语-正如主动型基金管理越来越像被动型指数基金管理，被动型指数基金管理也越来越像主动型基金管理了呢？现在我们来简单总结一下。

首先，随着现在巨型基金的经理所管理的权益资金规模越来越大，基金与市场的相关性越来越紧密。由于主动性管理越来越接近被动型直属管理（大盘股基金已经有很多都与被动型很相近了）基金经理也需要相应地降低管理费。并且，0.99的相关系数意味着基金的99%是与指数走势相同的。而1.5%的费率相对于投资组合不同于市场的1%而言，则如同主动性资产管理收取了150%的年费！很显然，有些事情需要改变了，我认为需要改变的就是费率问题。

就算投资者现在可以忍受这种成本，总有一天，他们会认识到自己的收益之所以比市场指数差，是因为他们实际拥有的是指数基金，但是却付出了过高的费用。“如果某只动物看起来像只鸭子，走起来像只鸭子，游起来也像只鸭子，那么它可能就是只鸭子。”但是如果这只鸭子没有任何优势，如涵盖的市场广泛、长期性视野、费率低或有节税效应等这些30年前第一只指数基金就有的好处的话，我认为原先的被动型指数基金策略仍会在未来几年继续发展，超过传统的共同基金规模。

至于另一个相反的趋势（被动型指数基金管理越来越像主动型基金管理）我坚信这种趋势不会有什么太大的发展。但是，由于“就只站着

⊖ Byron Wien,“Exchange -Traded Funds Are in Your Future,” Morgan Stanley U.S.Strategy Research Report,June 14,2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吧”仍是必赢的策略，投资者的不情愿，和对金融中间商的需要，ETF交易仍不会消失。的确，杠杆ETF、货币ETF、大宗商品ETF，甚至是主动管理ETF的相继出现都说明ETF的发展还没有到尽头。但是投资者处于冲动不断的加入ETF队伍的同时，永远都不会忽视他们的经济利益。

这种看法正在慢慢地向整个世界扩散。在我看来，有的说法是有些激进了。但是，就连《华尔街日报》上的保守社论也持有了相同的观点：

基金客户是否愿意继续为上千只基金支付庞大的费用，来支持低效率的、无用的根据“投资”风格、经济因素或某些市场傻瓜所想象的地区因素而进行的选股过程呢？估计是不会的了。残酷的衰退就要到来，衰退会揭示的一个真相便是，选股只是被过分看中的一个行为，真正将有竞争力的公司与没有竞争力的公司区分开的因素是成本控制。[⊖]

至于那些主动型投资者或投资经理，他们使用指数基金的程度和方式都与30年前的原始基金大不相同，但是我并不认为他们会取得长期的高收益。早晚，投资策略工作的收入会与投资者得到的公平市场收益挂钩。当然投资这个生意会成功一时，但如果他们不能为投资者增加财富的话，必将会最终消亡。

⊖ Holman Jenkins,Jr.,“Also Stalking the Fund Industry:Obsolescence,” *Wall Street Journal*, December 10,2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者简介

宋三江 男，经济学硕士，国内知名基金理财专家，现任信达澳银基金管理有限公司副总经理兼销售总监，先后在国有商业银行、证券公司、基金公司工作20年，曾任CCTV财经频道理财教室特约讲师，中国金融理财标准委员会、清华大学和武汉大学EDP中心特约讲师，上海交通大学高级金融学院职业导师，先后撰写出版《三江讲基金》、《基金理财之道》两本专著，宣讲出版《基金投资18大攻略》、《定期定额定终生》两张DVD光盘，牵头翻译出版《贵宾理财之道》、《彼得·林奇教你理财》、《笑傲股市》和《投资者宣言》四本名著。

屠炜颖 女，上海交通大学高级金融学院全日制硕士，研究生专业金融学，本科专业医疗器械工程，辅修专业国际经济与贸易，硕士期间先后实习于汇丰银行、上海银监局、申万证券研究所。

吴天雷 男，CPA、CFA、上海交通大学高级金融学院MBA，2005年毕业于上海交通大学会计学专业，先后就任于国际知名会计师事务所以及国际知名投资银行，目前在国内某私募基金任职投资经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋基金创始人约翰·博格为我们提供了一种分析问题的全新视野，在本书中，他认为修复危机最重要的是建立一个新的信用社会——机构资金管理者将客户的利益作为最优先的考虑。近些年来国内金融体系的发展也遇到瓶颈，本书中文版的推出对于国内资本市场从业者而言颇具参考意义。

周道炯
中国证监会前主席

约翰·博格作为美国基金行业的先驱者之一，始终以怀疑和批判的眼光，关注着美国基金行业的新变化，并提出自己的反思和批评，在这些批评和怀疑之后，可以从另一个侧面看出约翰·博格对自己所理解和坚持的基金行业信仰的坚守。

巴曙松
国务院发展研究中心研究员、博士生导师，中国银行业协会首席经济学家

约翰·博格这本书的推出非常及时，他透彻的见地与投资从业者道德标准的坚持，对重构我们破碎的金融体系来说至关重要。长期以来，资本市场充斥着太多自私自利的竞争、混淆是非的误导以及无限制的贪婪，这将他的真知灼见淹没于喧嚣的杂音中。品读、学习并支持博格的真诚布道吧，对他来说，通过布道改革投资行业是他倾注心血的毕生事业。

保罗·沃尔克
总统经济恢复顾问委员会主席，美联储前主席

在资本市场的漫长历史中，恐怕再没有一位像约翰·博格这样的布道者了，他以深刻的智慧向全世界投资者传授平实易懂的金融常识。这本他精彩观点的论集，特别是那些在今天的危机发生前的先见性指导，对于那些真正关注我们金融体系未来的人来说，是一本不可多得的佳作。

亚瑟·李维特
美国证券交易委员会（SEC）前主席

在整个金融界找不出第二个像约翰·博格这样的明白人了。

纳西姆 N. 塔勒布
畅销书《黑天鹅》作者

客服热线：
(010) 68995261, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com





WILEY Publishers Since 1807
www.wiley.com



定价：108.00元（上下册）